

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění společnosti České aerolinie, a. s.
Valuation of Czech Airlines Company

Student: Veronika Vozáková
Vedoucí diplomové práce: Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.

Ostrava 2009

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci včetně všech příloh vypracovala samostatně.
Přílohy č. 1, 2, 3, 4 dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.“

Dne 20. dubna 2009 v Ostravě

Obsah

1 Úvod.....	7
2 Popis metod pro oceňování společností.....	8
2.1 Strategická analýza.....	9
2.1.1 Analýza makroprostředí.....	9
2.1.2 Analýza mikroprostředí.....	9
2.2 Finanční analýza.....	10
2.2.1 Absolutní ukazatele.....	10
2.2.1.1 Horizontální analýza.....	10
2.2.1.2 Vertikální analýza.....	10
2.2.2 Poměrové ukazatele.....	10
2.2.2.1 Ukazatele rentability.....	11
2.2.2.2 Ukazatele likvidity.....	12
2.2.2.3 Ukazatele aktivity.....	13
2.2.2.4 Ukazatele finanční stability a zadluženosti.....	14
2.2.3 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně.....	16
2.2.3.1 Bankrotní modely.....	16
2.2.3.2 Ratingový model.....	17
2.3 Metody pro ocenění firmy.....	18
2.4 Oceňovací metody firem.....	18
2.4.1 Metoda DCF equity.....	19
2.4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	21
2.4.2.1 Analytická metoda.....	22
2.4.2.2 Paušální metoda.....	23
3 Charakteristika firmy.....	25
3.1 Historie společnosti ČSA a.s.....	25
3.2 Profil společnosti České aerolinie, a.s.....	26
3.3 Vlastnická struktura.....	29
3.4 Majetkové účasti.....	29
3.5 Dceřiné podniky ČSA a.s.....	30
3.6 Současná ekonomická situace v ČSA.....	32
3.6.1 Struktura rozvahy společnosti.....	33
3.6.2 Struktura výkazu zisku a ztrát společnosti.....	34
3.7 Postup privatizace ČSA navrhované Ministerstvem financí ČR.....	35
4 Aplikace vybraných metod a zhodnocení výsledků.....	37
4.1 Strategická analýza.....	37
4.1.1 Analýza makroprostředí.....	37
4.1.2 Analýza mikroprostředí.....	45
4.1.2.1 Legislativní rámec.....	45
4.1.2.2 Struktura odvětví.....	47
4.1.2.3 Přeprava cestujících a nákladu.....	49
4.2 Finanční analýza ČSA a.s.....	50
4.2.1 Absolutní ukazatele.....	50
4.2.1.1 Horizontální analýza.....	50
4.2.1.2 Vertikální analýza.....	51
4.2.2 Poměrové ukazatele.....	51
4.2.2.1 Ukazatele rentability podniku.....	51
4.2.2.2 Ukazatele likvidity podniku.....	52

4.2.2.3	<i>Ukazatele aktivity</i>	53
4.2.2.4	<i>Ukazatele zadluženosti podniku</i>	53
4.2.3	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně.....	54
4.2.3.1	<i>Bankrotní modely</i>	54
4.2.3.2	<i>Ratingové modely</i>	55
4.3	Návrh dlouhodobého finančního plánu.....	56
4.3.1	Návrh dlouhodobého plánu rozvahy.....	57
4.3.2	Návrh dlouhodobého plánu výkazu zisku a ztrát.....	62
4.4	Metody ocenění společnosti ČSA a.s.....	66
4.4.1	DCF equity.....	66
4.4.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	67
4.4.2.1	<i>Analytická metoda</i>	68
4.4.2.2	<i>Paušální metoda</i>	69
5	Závěr	72
	Seznam použité literatury	73

1 Úvod

Současná situace v leteckém průmyslu je významně ovlivněna americkými teroristickými útoky z roku 2001. Na základě této události zvýšily pojišťovny všem leteckým společnostem pojištění, které se promítá do letištních tax a poplatků společně s poplatky za drahé letecké palivo. Výsledná cena veškerých leteckých tax a poplatků často převyší cenu samotného letu.

České aerolinie byly do roku 2005 ztrátovým podnikem, a proto byla přijata ozdravná strategie aplikovaná na roky 2006 – 2008, která měla podnik vyvést ze záporných čísel a připravit k prodeji. Podnik v současné době dosahuje již tři roky zisku, i když je tento zisk v určitých letech způsoben rozprodejem majetku ve vlastnictví firmy.

Cílem diplomové práce je ocenění Českých aerolinií, a.s. k 1.lednu 2008, jehož většinovým vlastníkem je stát, a který v posledních letech procházel velmi těžkým ztrátovým obdobím. I na základě těchto výsledků hospodaření došlo k rozhodnutí státu o prodeji Českých aerolinií bonitnímu kupci, od kterého se očekává určitá změna koncepce v řízení firmy.

V první části diplomové práce jsou popsány metody ocenění a vše co s oceněním blíže souvisí, jako je strategická analýza, finanční analýza a vytvoření dlouhodobého finančního plánu.

V druhé části je charakterizována společnost České aerolinie, a.s, kterou v současné době vlastní z více jak devadesáti procent stát. V této části jsou rozebrány jednotlivé dceřiné podniky, současná ekonomická pozice společnosti, struktura majetku a zdroje jeho krytí.

V třetí části jsou aplikovány postupy popsané v první části. Nejprve je provedena strategická analýza, zahrnující analýzu makroprostředí a mikroporstředí. Dále jsou vypočítány základní ukazatele finanční analýzy, jak paralelní, tak absolutní a predikční modely. Je vytvořen dlouhodobý finanční plán, jež je východiskem pro aplikaci oceňovacích metod. V této části jsou uvedeny tři oceňovací metody, které jsou pro téma diplomové práce zvoleny. Jedná se o metody výnosové, které slouží pro určení hodnoty vlastního kapitálu, a to metoda DCF equity a metoda kapitalizovaných čistých výnosů, za použití analytické a paušální metody.

2 Popis metod pro oceňování společností

Před uvedením samotných metod ocenění podniku, je třeba vymezit pojem podnik. Podle obchodního zákoníku se podnikem rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná.

Podnik neoceňujeme jen co do majetku, ale hlavně z ekonomického hlediska jako funkční celek, který vykonává určitou podnikatelskou činnost. Ocenění podniku lze provést ze dvou úrovní, zaprvé hodnota z pohledu vlastníků nebo zadruhé hodnota podniku jako celku, jak z pohledu vlastníků, tak i věřitelů.

V České republice v současné době neexistuje žádný zákon, který by byl při oceňování podniku závazný. Znalci čerpají především z ekonomických teorií. Určité předpisy v České republice existují, ale používají se pouze na vymezený okruh případů, jakým je například Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR. Tohoto zákona se využívá pouze při oceňování v rámci konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o dani dědické, dani darovací a dani z převodu nemovitosti, zákona o správních poplatcích, zákona o daních z příjmu a zákona o dani z přidaného hodnoty.

Postup při ocenění podniku může být odlišný dle konkrétních podmínek daného podniku, a kategorie zjišťované hodnoty, zvolených metod, dostupných dat a mnoho dalšího. Obecně se doporučuje postup, při kterém se nejprve sbírají vstupní data, která se následně analyzují. Mezi analýzy dat lze zařadit strategickou analýzu, finanční analýzu pro zjištění zdraví podniku, rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná, analýza a prognóza generátorů hodnoty a orientační ocenění na základě generátorů hodnoty. Na základě těchto dat a analýzy dat se sestaví finanční plán, který je podkladem pro ocenění.

Při oceňování je potřeba zvolit metodu ocenění. Výnosové metody jsou založeny na stanovení hodnoty kapitálu, buď celkového, nebo vlastního, jako současnou hodnotu budoucích peněžních toků. Další skupinu představují majetkové metody, při kterých je hodnota kapitálu vyvozována z reprodukční ceny aktiv a veškerého majetku, který je v podniku oceňován. Další metodou jsou komparativní metody, u nichž jsou hodnoty kapitálu určeny porovnáním hodnoty s jinými výrobními celky, které se zabývají obdobnou činností a vlastnostmi. Kombinované metody přistupují k ocenění způsobem, že výsledné hodnoty

kapitálu získané jako vážený průměr hodnot určených pomocí výnosových, majetkových a komparativních metod.

2.1 Strategická analýza

2.1.1 Analýza makroprostředí

Vývoj makroprostředí významně ovlivňuje vývoj výkonnost podniku. Veličiny, které je potřeba sledovat se různí jak dle literatury, tak podle sledovaného podniku. Nejčastěji dochází k analýze tempa růstu hrubého domácího produktu, fiskální politiky státu, vývoje peněžní nabídky, vývoje úrokových sazeb, vývoje devizových kurzů a vývoje inflace.

Reálný výstup ekonomiky, který je měřen hrubým domácím produktem, má v dlouhodobém a střednědobém časovém horizontu vliv na změnu akciových kurzů. Akciové kurzy většinou předpovídají vývoj reálné ekonomiky o několik měsíců, a proto je akciový trh vnímán jako spolehlivý indikátor změn fází ekonomického cyklu.

Úrokové sazby mají také důležitý vliv na vývoj hodnoty firem. Platí zde inverzní vztah mezi vývojem úrokových sazeb a vývojem kurzů akcií.

Inflace se v podnicích projevuje jak na vstupech, tak na výstupech. Odpisy dlouhodobého majetku jsou počítány z historických pořizovacích cen a vedou k podhodnocení nákladů spojených s obnovou kapacit.

2.1.2 Analýza mikroprostředí

Každý podnik je zařazen k určitému odvětví a z hlediska její analýzy je potřebná identifikace základních znaků odvětví a prognóza vývoje tohoto odvětví. Mezi identifikační znaky odvětví lze zařadit citlivost na změny hospodářského cyklu, míru regulace ze strany státu a strukturu odvětví. Odvětví podle citlivosti na hospodářský cyklus rozlišujeme na cyklické, která kopírují hospodářský cyklus, odvětví neutrální, která nejsou zásadně ovlivněna hospodářskými cykly a anticyklické odvětví, které mají opačný vývoj než vývoj HDP a v období recese dosahují nejlepších výsledků.

Způsob vládní regulace, je chápán jako regulované ceny, bariéry vstupu do odvětví formou udělování licencí státem a tomu podobné podmínky.

Třetí prvek, který tvoří tuto analýzu je struktura odvětví. Zde se sleduje vstup nových konkurentů, dohádovací schopnosti kupujících a soupeření mezi existujícími konkurenty.

2.2 Finanční analýza

2.2.1 Absolutní ukazatele

„Absolutní ukazatele určují stav např. majetku, kapitálu a závazků. Vstupní data, která jsou nezbytným předpokladem pro práci, jsou obsažena ve finančních výkazech a jsou v hodnotovém vyjádření. Rozbor horizontální struktury účetních výkazů vypovídá, o kolik peněžních jednotek nebo o kolik % se změnila příslušná položka v čase. Rozbor může být zpracován vždy za stejně dlouhé časové intervaly. A to za použití indexů řetězových nebo bazických.

Výchozím bodem finanční analýzy je tzv. vertikální a horizontální rozbor finančních výkazů. Oba postupy umožňují vidět původní absolutní údaje z účetních výkazů v určitých relacích, v určitých souvislostech. V případě horizontální analýzy se sleduje vývoj zkoumané veličiny v čase, nejčastěji ve vztahu k nějakému minulému účetnímu období. Vertikální analýza sleduje strukturu finančního výkazu vztaženou například k celkové bilanční sumě nebo jiné veličině, ke které existuje určitá spojitost.

2.2.1.1 Horizontální analýza

Spočívá v tom, že vhodným způsobem kvantifikuje meziroční změny. Nabízí hned několik možných postupů. Jednou z možností je využít různé indexy či difference. Tím zjistíme, o kolik se jednotlivé položky změnilo oproti minulému roku za použití řetězových indexů, nebo oproti roku, který si určíme jako výchozí za použití bazického indexu. Dále můžeme zjišťovat, jak se změnilo položky absolutně pomocí difference.

2.2.1.2 Vertikální analýza

Na jednotlivé položky finančních výkazů je nahlíženo v relaci k nějaké veličině. Například podíl jednotlivého majetku k sumě aktiv, či pasiv. Nelze zanedbat ani porovnání se srovnatelnými firmami, konkurencí nebo odvětvové porovnání.

2.2.2 Poměrové ukazatele

Poměroví ukazatelé pokrývají veškeré složky výkonnosti podniku. Uspořádání, počet i konstrukce se liší s ohledem na cíl analýzy a s tím spojený okruh uživatelů, pro něž je analýza zpracovávána. Obvyklé oblasti ukazatelů jsou rentabilita, likvidita, aktivita, zadluženost a kapitálový trh.

V paralelní soustavě jsou vytvářeny bloky ukazatelů měřících určitou stránku finanční situace (rentabilita, likvidita atd.), přičemž jsou pro finanční zdraví vnímány všechny charakteristiky jako rovnocenné; podnik musí být nejen rentabilní, ale přiměřeně zadlužený a likvidní, aby dlouhodobě existoval, to je podstatou paralelní soustavy ukazatelů.

2.2.2.1 Ukazatele rentability (*Profitability Ratios*)

Rentabilita znamená výnosnost vloženého kapitálu. Je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu, a to jak vlastního, tak dlouhodobě investovaného. Konstrukce těchto ukazatelů se může lišit nejen podle toho, jaký vložený kapitál se dosazuje do jmenovatele, ale také podle typu zisku v čitateli. Nejznámějšími kategoriemi rozdělování zisku jsou:

EBITDA (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation Charges*) je zisk před úhradou odpisů, úroků a daní.

EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) je zisk před odečtením úroků a daní. Tato konstrukce ukazatele je velmi užitečná při porovnání podniků s rozdílnými daňovými podmínkami. Měří efekt z hospodářské činnosti bez ohledu na strukturu financování.

EBT (*Earnings Before Taxes*) je zisk před zdaněním, nazývaný jako hrubý zisk.

EAT (*Earnings after Taxes*) je zisk po zdanění nazývaný také čistý zisk (*Net Profit*). Udává efekt dosahovaný vlastníky.

EAR (*Earnings Retained*) je nerozdělený zisk, je to EAT snížený o výplatu dividend nebo podílů na zisku. Je to vlastní zdroj financování podniku.

Rentabilita aktiv (*ROA – Return on Assets*) měří hrubou produkční sílu. Poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, zda byla financována z vlastního kapitálu nebo kapitálu věřitelů. Zisk před úroky a daněmi EBIT se používá pro výpočet některých ukazatelů rentability, neboť ukazatel EBIT není ovlivněn změnami daňových a úrokových sazeb ani změnou struktury finančních zdrojů. Ukazatel se určí dle vztahu:

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva} \cdot 100 \% \quad (2.1)$$

Na ukazatele **rentability vlastního kapitálu** (*ROE – Return on Equity*) se zaměřují hlavně akcionáři, společníci a další investoři. Měří kolik čistého zisku připadá na jednu korunu investovaného kapitálu vlastníkem či akcionářem. Zhodnocení vlastního kapitálu by mělo být tak velké, aby pokrývalo obvyklou výnosovou míru a ziskovou prémii. ROE se určí se vztahu:

$$ROE = \frac{EAT}{Vlastní\ kapitál} \cdot 100 \% \quad (2.2)$$

Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu (*ROCE – Return on Capital Employed*)

měří efekt EBITu, tedy zisku před odečtením úroků a daní, kterého podnik dosáhl z jedné koruny investované akcionáři a věřiteli, tedy zpoplatněného kapitálu. Je široce používaným měřítkem výnosnosti pro mezipodnikové srovnání. Ukazatel je dán následujícím vztahem:

$$ROCE = \frac{EBIT}{Vlastní\ kapitál + dlouhodobé\ dluhy} \cdot 100 \% \quad (2.3)$$

Rentabilita tržeb (*ROS – Return on Sales*) tvoří jádro efektivnosti podniku. Existují dvě varianty pro výpočet, kdy u první varianty je v čitateli EBIT. Použití takového vzorce je vhodné pro srovnání podniků s proměnlivými podmínkami. Druhá varianta je v čitateli s EAT, jedná se o tzv. ziskovou marži (*Profit Margin*). Ukazatel se značně liší u jednotlivých odvětví v závislosti na charakteru produktů.

$$ROS = \frac{EAT}{Tržby} \cdot 100 \% \quad (2.4)$$

2.2.2.2 Ukazatele likvidity (*Liquidity Ratios*)

Trvalá platební schopnost je jednou ze základních podmínek úspěšné existence podniku v podmínkách trhu. Je v protikladu s rentabilitou, neboť k tomu, aby podnik byl likvidní, musí mít vázány určité prostředky v oběžných aktivech, zásobách, pohledávkách a na účtu. Oběžný majetek lze členit dle likvidnosti. Nejlikvidnějším majetkem je krátkodobý finanční majetek. Méně likvidní jsou pohledávky z důvodu, že nemusí dojít k jejich úhradě, ze strany dlužníka a nejméně likvidní jsou zásoby, jejichž velikost může být ovlivněna neprodejnými zásobami. Rozlišují se tři základní úrovně likvidity:

Běžná likvidita (*Current Ratio*) měří kolikrát pokryjí oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Optimální hodnota se liší dle jednotlivých strategií pro řízení pracovního kapitálu u průměrné strategie se má likvidita pohybovat v rozmezí 1,6 – 2,5, dle konzervativní strategie má být vyšší než 2,5 a dle agresivní nižší než 1,6, ale ne nižší než 1¹.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{OA}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.5)$$

Pohotová likvidita/ Rychlá likvidita (*Quick Asset Ratio*) je vytvořena ve snaze vyloučit nejméně likvidní část oběžných aktiv – zásoby z ukazatele běžné likvidity. Optimální výše je dle průměrné strategie řízení pracovního kapitálu 0,7-1,0, u konzervativní strategie 1,1-1,5 a dle agresivní strategie 0,4-0,7². Ve srovnání s běžnou likviditou lze posoudit velikost zásob, které jsou vázány v oběžných aktivech.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.6)$$

Okamžitá likvidita (*Cash Position Ration*) rozumí se jí všechny pohotové platební prostředky v pokladně, na účtech v bankách, volně obchodovatelné krátkodobé cenné papíry, šeky apod. Doporučená hodnota je 0,2³.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{krátkodobý fin. majetek}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.7)$$

2.2.2.3 Ukazatele aktivity (Activity Ratios)

Jedná se o ukazatele typu rychlost obrátu nebo doba obrátu. Jsou využívány pro řízení aktiv. Informují, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části. Lze vypočítat, zda podnik disponuje relativně rozsáhlými kapacitami, které zatím nejsou příliš firmou využívány. Nebo naopak příliš vysoká rychlost obrátu může být signálem, že firma nemá dostatek produktivních aktiv a z hlediska budoucích růstových příležitostí nebude mít šanci pro jejich

¹ KISLINGEROVÁ, E. a kol. Manažerské finance. 1.vyd. Praha: C.H.Beck, 2004.

² KISLINGEROVÁ, E. a kol. Manažerské finance. 1.vyd. Praha: C.H.Beck, 2004.

³ KISLINGEROVÁ, E. a kol. Manažerské finance. 1.vyd. Praha: C.H.Beck, 2004.

realizaci. Při tvorbě ukazatelů doby obratu je vzata v úvahu konvence 360 dní⁴ v roce. Suma tržeb je vydělena 360 dny, a tím získána hodnota průměrných denních tržeb.

Obrat aktiv (*Total Assets Turnover Ratio*) měří efektivnost využívání celkových aktiv. Udává, kolikrát se celková aktiva obrátí za rok. Obrat by měl být minimálně na úrovni hodnoty 1. Vysoká hodnota ukazatele může naznačovat, že firma pracuje blízko plné kapacity. Může být obtížné rozšířit výrobu bez zvýšení investovaného kapitálu.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \quad (2.8)$$

Doba splatnosti (obratu) krátkodobých pohledávek (*Average Collection Period*) měří průměrné inkasní období, za jak dlouho jsou pohledávky průměrně splaceny. Pokud hodnoty ukazatele trvale překračují dobu splatnosti krátkodobých závazků, je nutné prozkoumat platební kázeň odběratelů.

$$\text{Doba splatnosti krátkodobých pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\phi \text{ denní tržby}} \quad (2.9)$$

Doba splatnosti krátkodobých (obratu) závazků (*Creditors Payment Period*) udává dobu ve dnech, po které zůstávají krátkodobé závazky neuhrazeny a podnik využívá bezplatný obchodní úvěr.

$$\text{Doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\phi \text{ denní tržby}} \quad (2.10)$$

Obecně platí, že doba splatnosti pohledávek by měla být kratší než doba splatnosti krátkodobých závazků. Kdyby tomu bylo naopak, podnik by se mohl dostat do prvotní platební neschopnosti.

2.2.2.4 Ukazatele finanční stability a zadluženosti (*Leverage Ratios*)

Na podnikání se podílejí vlastní a cizí zdroje, ty ovlivňují jak výnosnost kapitálu, tak riziko podnikání. Hlavním důvodem financování svých činností cizími zdroji je relativně nižší náklad kapitálu ve srovnání se zdroji vlastními. Nižší náklady na kapitál věřitelů je dán tzv.

⁴ KISLINGEROVÁ, E. a kol. Manažerské finance. 1.vyd. Praha: C.H.Beck, 2004.

daňovým štítem, který vzniká v důsledku možnosti započítání úrokových nákladů do daňově uznatelných nákladů. Finanční stabilitu podniku lze charakterizovat strukturou zdrojů financování, analyzuje se vztah podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí.

Finanční nezávislost podniku (*Equity ratio*) vyjadřuje, jaká část aktiv je financována z vlastních zdrojů. Používá se pro hodnocení hospodářské a finanční stability podniku a spolu s ukazatelem solventnosti bývá považován za nejvýznamnější ukazatel pro hodnocení celkové finanční situace podniku. Převrácená hodnota tohoto ukazatele je tzv. finanční páka.

$$\text{Finanční nezávislost podniku} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}} \cdot 100 \% \quad (2.11)$$

Stupeň krytí dlouhodobého majetku, vyjadřuje poměr dlouhodobého kapitálu, který představuje vlastní kapitál a dlouhodobý cizí kapitál, ke stálým aktivům. Všeobecně platí, že dlouhodobý majetek by měl být kryt dlouhodobými zdroji. Čím vyšší jsou oba ukazatele, tím je lepší i finanční stabilita firmy.

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{\text{dlouhodobý majetek}} \quad (2.12)$$

Celková zadluženost (*Debt ratio*) měří, jakou měrou se věřitelé podílejí na celkovém kapitálu, z něhož je financován majetek firmy. Čím vyšší je hodnota ukazatele, tím vyšší je riziko věřitelů. Stanovení optimální hodnoty ukazatele je velmi složité, souvisí s několika faktory jako je například předmět činnosti podniku, jeho struktura majetku, charakter výrobního procesu, technologického postupu a náklad kapitálu.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{aktiva}} \cdot 100 \% \quad (2.13)$$

Zadluženost vlastního kapitálu (*Debt/Equity ration*) jejíž přijatelná hodnota se pohybuje v pásmu od 80 – 120 %⁵, záleží na fázi životnosti firmy.“ viz. Vozáková 2007.

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.14)$$

⁵ DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2006.

2.2.3 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Pro hodnocení finanční výkonnosti lze kromě poměrových ukazatelů použít také souhrnné indexy nebo též nazývané souhrnné modely hodnocení finanční úrovně podniku. Smyslem těchto modelů je vyjádřit finanční úroveň firmy jedním číslem.

Existují dvě skupiny modelů, na kterých se tyto indexy sestavují a to buď bankrotní nebo ratingový model. Obě skupiny vycházejí ze stejného předpokladu, že existují jevy ve vývoji finanční pozice podniku, které jsou rozpoznatelné se symptomy zhoršující se finanční situace v podniku, které mohou mít za následek vyhlášení bankrotu firmy. Rozdíl těchto dvou skupin spočívá v tom, že u bankrotních modelů se hodnotí pravděpodobnost úpadku, u ratingových se hodnotí možnost zhoršení finanční úrovně podniku. Mezi ratingové modely patří např. Tamariho model, Kralickuv Quick-test, Rychlý test a bankrotními modely jsou např. Altmanův model, Taflerův model a Beaverův model. Dále budou popsány pouze vybrané modely, které byly aplikovány v práci.

2.2.3.1 Bankrotní modely

Taflerův model je založen na ukazatelích, které odrážejí klíčové charakteristiky platební neschopnosti podniku. Model má následující tvar:

$$Z_T = 0,53X_1 + 0,13X_2 + 0,18X_3 + 0,16X_4, \quad (2.16)$$

kde X_1 představuje $\frac{EBT}{\text{kratk.závazky}}$, X_2 se vypočte $\frac{OA}{\text{závazky celkem}}$, X_3 v sobě zahrnuje

$\frac{\text{krátk.závazky}}{\text{aktiva}}$ a X_4 je $\frac{\text{fin.majetek}}{\text{provozní náklady} - \text{odpisy}}$. Vypočtená hodnota tohoto modelu lze

interpretovat v případě, že hodnota Z_T vyjde menší než 0,2 bankrot lze u společnosti očekávat.

V případě, že je hodnota Z_T větší než 0,3, je u firmy malá pravděpodobnost bankrotu.

Beaverův model vznikl pomocí analýzy poměrových ukazatelů, které hrají významnou roli při finančních problémech firmy. Tento model nepotřebuje vymezovat bankrotující firmu neboť je sestaven z výkazů jak již zkrachovalých firem, tak firem, které vykazovaly znaky bankrotu. Finanční poměrové ukazatele mají vypovídací sílu již pět let před úpadkem firmy.

Tabulka 2.1 Beaverův model

<i>Ukazatel</i>	$\frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}}$	$\frac{PH}{\text{aktiva}}$	$\frac{BU}{\text{cizí zdroje}}$	$\frac{\text{cash flow}}{\text{cizí zdroje}}$	$\frac{\text{provozní kapitál}}{\text{aktiva}}$
<i>Trend ohrožených firem</i>	klesá	klesá	roste	klesá	klesá

2.2.3.2 Ratingové modely

Kralickuv Quit-test používá intervaly hodnot, pomocí kterých jsou obodovány jednotlivé ukazatele. Souhrnné hodnocení je následně určeno jako kritérium váženého průměru. Tato metoda umožňuje hodnotit finanční stabilitu pomocí zprůměrování R1 a R2, dále výnosovou situaci pomocí zprůměrování R3 a R4. Lze provést také souhrnné hodnocení finanční situace podniku pomocí zprůměrování součtu hodnot finanční stability a výnosové situace. Pokud je kritérium hodnocení více než 3 body, je podnik považován za velmi dobrý. Pokud je hodnota menší než 1 bod, podnik je ve špatné finanční situaci. Výpočet Q-testu zachycují následující tabulky a vztahy:

Tabulka 2.2 Kralickuv Quit-test

$R1 = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}}$	
0,3 a více	4 body
0,2 až 0,3	3 body
0,1 až 0,2	2 body
0,0 až 0,1	1 bod
0,0 a méně	0 bodů

$R2 = \frac{(\text{dluhy} - PP)}{\text{provozní CF}}$	
3 a méně	4 body
3 až 5	3 body
5 až 12	2 body
12 až 30	1 bod
30 a více	0 bodů

$R3 = \frac{EBIT}{\text{aktiva}}$	
0,15 a více	4 body
0,12 až 0,15	3 body
0,08 až 0,12	2 body
0,00 až 0,08	1 bod
0,00 a méně	0 bodů

$R4 = \frac{\text{provozní CF}}{\text{provozní výnosy}}$	
0,1 a více	4 body
0,08 až 0,1	3 body
0,05 až 0,08	2 body
0,00 až 0,05	1 bod
0,00 a méně	0 bodů

$$\text{Finanční stabilita} = \frac{(R_1 + R_2)}{2} \quad (2.17)$$

$$\text{Výnosová situace} = \frac{(R_3 + R_4)}{2} \quad (2.18)$$

$$\text{Finanční situace podniku} = \frac{(FS + VS)}{2} \quad (2.19)$$

2.3 Sestavení dlouhodobého finančního plánu

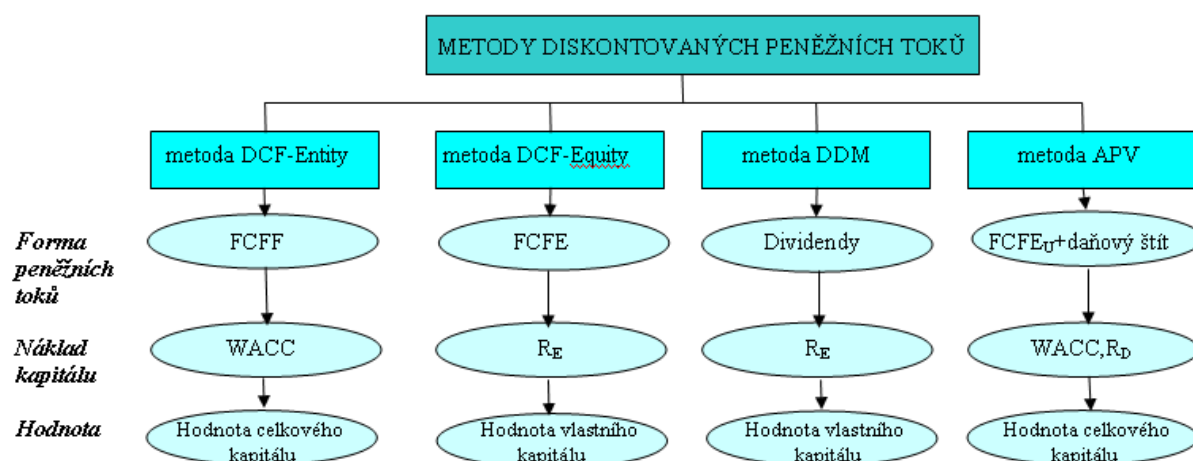
V práci je počítáno s výnosovými metodami, u kterých je potřeba vycházet z dlouhodobého finančního plánu společnosti. Součástí dlouhodobého plánu je plánovaná rozvaha, plánovaný výkaz zisků a ztrát, a také plánované rozdělení zisku a investice v jednotlivých obdobích.

Budoucí plán je přijímán na základě analýzy minulých výsledků hospodaření za posledních 3-5 let, ale je potřeba zohlednit i budoucí vývoj podniku, na který má vliv mimo jiné i vývoj jeho mikroprostředí a makroprostředí.

2.4 Metody pro ocenění firmy

Použité oceňovací metody jsou na základě analýzy výnosů. U těchto metod se vychází z předpokladu, že hodnota aktiv je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U firem jsou budoucími užitky ekonomické efekty, kterými jsou zisky, dividendy a finanční toky. Do této kategorie patří dvě základní metody ocenění, které budou v práci použity. Jedná se o metodu diskontovaných peněžních toků DCF (Discounted Cash Flow) a metodu kapitalizovaných zisků. Metoda DCF je používána především v anglosaských zemích, zatímco metoda kapitalizovaných zisků v kontinentální Evropě. Ale už i v Evropě dochází k přesunu k metodám založeným na diskontování peněžních toků. Metody diskontovaných peněžních toků jsou uvedeny v následujícím obrázku 2.1.

Obr.2.1 Metody diskontovaných peněžních toků



Zdroj: Dluhošová, D. Finanční řízení a rozhodování podniku

2.4.1 Metoda DCF equity

V této metodě se počítá s volnými peněžními toky FCF, který představuje rozdíl mezi příjmy a výdaji, které jsou generovány firmou a vztahují se ke stanovenému druhu kapitálu. Rozlišují se různé typy finanční toků a to buď jen pro vlastníky FCFE (Free Cash Flow to the Equity), nebo jen pro dlužníky FCFD (Free Cash Flow to the Dept) a nebo celkové peněžní toky FCFF (Free Cash Flow to the Firm).

$$FCFE_t = EAT_t + odpisy_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t + S_t \quad (2.20)$$

Volné peněžní toky pro vlastníky se vypočítají na základě vztahu popsaného ve vzorci (2.20). Veličiny v tomto vzorci jsou představovány *EAT* čistým ziskem, odpisy, *změnou ČPK*, tedy změnou čistého pracovního kapitálu, který je vypočten meziroční změnou v rozdílu oběžných aktiv a krátkodobých závazků, *INV* představují realizované investice v daném roce a *S* je saldo dluhu, tedy dluh přijatý v daném roce snížený o splátky zaplacené v daném roce.

Při diskontování volných peněžních toků pro vlastníky se používají náklady vlastního kapitálu R_E . Výpočet nákladů vlastního kapitálu lze provést několika výpočty, např. model oceňování kapitálových aktiv CAPM (Capital Asset Pricing Model), arbitrážní model oceňování APM (Arbitrage Pricing Model), dividendový růstový model a stavebnicové modely. V práci je použita verze modelu oceňování kapitálových aktiv CAPM, která představuje tržní přístup ke stanovení nákladů na vlastní kapitál a je především v anglosaských zemích využívána ke stanovení diskontní sazby pro tržní ocenění. Jde o

rovnovážný model oceňování kapitálových aktiv, přičemž rovnováha je dána tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Je založen na funkčním lineárním vztahu mezi výnosem daného aktiva a tržního portfolia jako rizikového faktoru, který vyjadřuje riziko celého trhu. Jedná se o model jednofaktorový. Odhad koeficientů β se provádí metodami regresní analýzy.

Model CAPM-SML beta verze,

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.21)$$

kde $E(R_E)$ je střední hodnota očekávaného výnosu vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia, $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia.

Koeficient beta je ovlivněn mimo jiné také zadlužeností firmy. Za předpokladu Miller-Modigliani II, z kterého vyplývá, že zvýšení zadluženosti podniku je výhodné v důsledku daňového efektu, neboť se snižují průměrné náklady kapitálu, je možné stanovit hodnotu beta zadlužené firmy β^L v závislosti na beta koeficient nezadlužené firmy β^U a zadluženosti vlastního kapitálu D/E , jestliže t je daňová sazba.

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E} \right] \quad (2.22)$$

V praxi se předpokládá trvání podniku v neomezeném časovém horizontu tzv. going concern. Plánování peněžních toků v jednotlivých letech je pro neomezené časové období u firem velmi náročné. Firma zpravidla prochází různými stavy růstu, poklesu, nebo může být zcela beze změn. Podle toho kolik fází se určuje při oceňování podniku se rozlišují metody jednofázové, dvoufázové a obecně vícefázové metody. V práci se předpokládá se dvěmi fázemi, tedy s dvoufázovou metodou. První fáze je plánovaná s větší předvídatelností podnikových aktivit než druhá fáze navazující, která trvá do nekonečna. V této fázi lze již pouze odhadnout trend, kterým se firma bude ubírat.

Hodnota firmy V je tedy dána prostým součtem hodnot firem v první a druhé fázi.

$$V = V_1 + V_2 \quad (2.23)$$

Hodnota první fáze se určí ze vztahu:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+R_1)^t}, \quad (2.24)$$

kde V_1 představuje hodnotu firmy za první fázi, čítec představuje sumu volných peněžních toků a jmenovatel diskontní sazbu.

V druhé fázi se počítá pouze s trendem volných finančních toků. Pokračující hodnota PH (Continual Value), což je hodnota podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze.

$$V_2 = \frac{PH}{(1+R_1)^T} \quad (2.25)$$

Vzhledem k momentu ocenění je nutné pokračující hodnotu diskontovat k momentu ocenění.

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+R_1)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{R_2} \cdot \frac{1}{(1+R_1)^T} \quad (2.26)$$

2.4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda se řadí mezi metody, u kterých hodnotu firmy počítáme z výnosů pouze pro vlastníky firmy a výsledkem je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu. Jsou rozlišovány dvě základní metody výpočtu dle chápání čistých výnosů. První varianta určuje čistý výnos rozdílem příjmů a výdajů a jedná se tedy o peněžní toky, podobně jako je tomu u metody DCF equity. Druhou variantou jak počítat čisté výnosy je pomocí upravených výsledků hospodaření, tedy účetně vnímané náklady a výnosy. Pro ocenění touto metodou je nutné znát jeho účel, oceňovat podnik jako hospodářskou jednotku a ocenit pouze provozně nutný majetek.

Před provedením výpočtu je potřeba analyzovat a upravit dosavadní výsledky hospodaření, prognózovat budoucí čisté výnosy a propočítat finanční potřeby a korekce čistých výnosů, odhadnout kalkulovanou úrokovou míru a na závěr provést propočet výnosové hodnoty. Výpočet výnosové hodnoty lze provést dvojím způsobem a to buď analytickou metodou nebo metodou paušální.

Úprava minulých výsledků hospodaření se provádí o náklady a výnosy z majetku provozně nepotřebného, za období ke kterému se věcně a časově vztahují, vyřadí se náklady a výnosy, které mají nepravidelný charakter. Dále je potřeba zajistit srovnatelnost dat, tedy

pokud došlo ke změně účetních pravidel ve způsobu ocenění zásob, odpisové politice a v politice v oblasti rezerv a tvorbě opravných položek. Dále je potřeba vyloučit vliv plynoucí z konkrétních osob a privátní výdaje. Pokud provedené úpravy výsledků hospodaření mají vliv na daně, je třeba propočítat i změny v placených daních. V dalších krocích výpočtu je potřeba rozlišit metody výpočtu na metodu paušální a metodu analytickou.

2.4.2.1 Analytická metoda

U analytické metody se podobně jako u metody DCF equity vychází především z dlouhodobého finančního plánu. Zde je nutné rozlišit investice na obnovovací, racionalizační, rozšiřující a ostatní. Investiční výdaje jsou chápány jako potřeby. K těmto potřebám je nutno určit běžné krytí potřeb, mezi které patří odpisy a ostatní náklady, které nejsou výdaji, například rezervy. Dále se zjistí rozdíl mezi finančními potřebami a zdroji krytí, v první řadě se předpokládá, že investice budou uhrazeny z odpisů. Výše investic, která nebude krytá odpisy bude financována do zbývajících výše úvěrem. Úrok z úvěru se dopočítává jako úroková míra, kterou po podniku v současné době vyžadují banky. Investiční potřeby, které přesáhnou tvorbu odpisů, se tak objeví ve výsledcích hospodaření prostřednictvím zvýšení úroků. V okamžiku, kdy by nebyly celé odpisy vyčerpány na investiční výdaje, by se do hodnoty podniku promítla prostřednictvím snížení úroků.

Jelikož se v tomto případě počítá s budoucí hodnotou výnosů, je potřeba vypočíst úrokovou míru, pomocí které dojde k diskontování budoucích výnosů. Kalkulovaná úroková míra se stejně jako u metody DCF equity počítá na základě modelu CAPM-SML beta verze (2.21), kterou je potřeba upravit o výpočet zadlužené beta dle vzorce (2.22).

Při objektivizované metodě ocenění vycházíme z řady odnímatelných čistých výnosů, tedy skutečné, účetní politikou co nejméně ovlivněné budoucí výsledky hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku. Výpočet hodnoty podniku při předpokladu trvalé existence podniku je pomocí dvoufázové metody následující.

$$V_n = \sum_{t=1}^T \frac{EAT_t}{(1+R_t)^t} + \frac{EAT_{TO}}{R_t} \cdot \frac{1}{(1+R_t)^T} \quad (2.27)$$

V tomto vzorci představuje V_n hodnotu vlastního kapitálu, EAT_{TO} je odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy, T je délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos, trvalý odnímatelný čistý výnos ve druhé fázi uvažovaného horizontu a R_t je kalkulovaná úroková míra.

2.4.2.2 Paušální metoda

Tato metoda je založena na analýze minulých výsledků hospodaření a jejich prognóze do budoucna. Metoda je často používána u podniků, které mají určitou minulost, ale budoucnost je obtížně predikovatelná.

Při výpočtu je základem ocenění výnosový potenciál k datu ocenění a budoucí růstové možnosti nejsou zpravidla brány v úvahu. Dosavadní potenciál firmy bude možné udržet investicemi do výše odpisů a jádrem ocenění je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení. Paušální metoda se v principu podobá metodě přímé kapitalizace. Tato metoda vychází z předpokladu, že podnik bude dosahovat alespoň takových výsledků, jako dosahoval v minulosti.

Postup výpočtu této metody se odehrává na základě analýzy a upravení minulých výsledků hospodaření, kdy dojde k úpravě stejně jako u analytické metody. Z upravených minulých výsledků hospodaření vypočítáme trvalý čistý výnos k rozdělení, a to jako vážený průměr. Váhy jednotlivých let jsou přiřazovány dle stárí, tedy nejnovější výsledky hospodaření mají větší váhu než výsledky hospodaření před pěti lety.

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t EAT_{TO}}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (2.28)$$

V tomto vzorci představuje EAT_{TO} minulé upravené čisté výnosy, q_t jsou váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu a K počet minulých let zahrnutých do výpočtu. Kalkulovaná úroková míra je opět počítána pomocí modelu CAPM-SML beta verze (2.21), kterou je potřeba upravit o výpočet zadlužené beta dle vzorce (2.22).

Výpočet výnosové hodnoty podniku, tedy hodnoty vlastního kapitálu V_n lze provést pomocí vzorce pro věčnou rentu.

$$V_E = \frac{EAT_{TO}}{R_t} \quad (2.29)$$

3 Charakteristika firmy

3.1 Historie společnosti ČSA a.s.

České aerolinie patří mezi nejstarší letecké společnosti na evropském kontinentu. Své služby poskytuje cestujícím již od roku 1923. Je moderní leteckou společností, pyšnicí se řadou ocenění za kvalitu služeb. Následující tabulka 3.1 zachycuje historii společnosti.

Tabulka 3.1 Historie společnosti

1923	ČESKÉ AEROLINIE byly založeny jako Československé státní aerolinie 6.října 1923. První dopravní let z Prahy do Bratislavy se uskutečnil 29. října 1923.
1924 - 1927	Spojily letecky Prahu s Košicemi, s Brnem i se západočeskou lázeňskou oblastí.
1929	ČSA se staly členem IATA - Mezinárodního sdružení leteckých dopravců.
1930	Vstoupily do mezinárodní dopravy, když 1. července uskutečnily první mezinárodní let letadlem Ford 5AT na lince Praha – Záhřeb.
1937	Počátkem dubna se začalo létat na nově otevřené letiště Praha-Ruzyně, jehož stavba byla oceněna zlatou medailí Mezinárodní výstavy umění a techniky v Paříži. Zahajovací let do Bruselu se uskutečnil 7. dubna z letiště Praha-Ruzyně na palubách letadel ČSA se objevily první letušky, čímž se výrazně zlepšily služby pro cestující.
1939	V důsledku okupace Československa ČSA 15. března zanikly.
1945	V poválečném období zahájily ČSA činnost 14. září jako jediný letecký dopravce Československa.
1946 – 1948	Postupně obnovily nebo nově zahájily provoz na mezinárodních a vnitrostátních linkách.
1947	Poprvé vstoupily do mezikontinentální letecké dopravy otevřením linek do Káhiry a Ankary.
1949	Orientovaly se na sovětskou letadlovou techniku; v letadlovém parku se objevily stroje Il-12 a Li- 2.
1960	Při zahajovacím letu do Jakarty 14. srpna překročily poprvé rovník.
1962	Zahájily 13. února provoz na první transatlantické lince směřující z Prahy do Havany.
1963 – 1968	Zaznamenaly bouřlivý rozvoj mezinárodní dopravy, v síti linek se objevila nová města v Africe, na Blízkém a Středním východu i v jihovýchodní Asii.
1991	Počátkem roku zařadily do letadlového parku první letadlo západoevropské výroby Airbus A310-300.
1992	Do flotily přibyla letadla ATR-72 a Boeing 737-500, rozšířily leteckou síť a změnily se v druhé polovině roku v akciovou společnost s účastí Air France.
1994	Byl odprodán podíl Air France v ČSA Konsolidační bance.
1994 – 1997	Byla dodána další letadla Boeing 737-500, ATR, které vyřadily ruské stroje Tu-134A z provozu a Tu-154M z pravidelných linek ČSA.
1998	Oslavily 75. výročí založení společnosti. Poprvé v historii firmy a prvně v novodobé historii civilní letecké dopravy provedly ČSA technickou údržbu na letadlech západoevropské letecké společnosti. Mimořádná valná hromada Aero Vodochody schválila vstup konsorcia Boeing-ČSA do společnosti.
2000	Zahájily přímý prodej letenek prostřednictvím sítě Internet. Obnovily letecký provoz do Ostravy a Brna. Ukončily provoz letadel sovětské výroby v nepravidelné dopravě.
2001	25. března vstoupily do aliance SkyTeam.
2003	Slavnostní položení základního kamene terminálu ČSA Cargo.

2004	<p>Slavnostní otevření nového terminálu ČSA Cargo.</p> <p>ČSA získaly ocenění Nejlepší letecká společnost na českém trhu od TTG Czech Republic.</p> <p>ČSA zvoleny Nejlepší leteckou společností se sídlem ve střední a východní Evropě od Official Airline Guide, mezinárodního leteckého průvodce se sídlem v Londýně.</p> <p>Piloti ČSA získali pro společnost ocenění Nejdůslednější letecká společnost (The Most Consistent Airline) za přesné dodržování letových tratí udělené správou mezinárodního letiště v Manchesteru ve Velké Británii.</p> <p>Zahájení exkluzivní dlouhodobé spolupráce s cestovní kanceláří EXIM Tours v oblasti charterové dopravy.</p>
2005	<p>ČSA získaly ocenění Nejlepší letecká společnost ve východní Evropě v rámci hodnocení amerického odborného časopisu Global Traveler (Annual GT Tested Awards), New York.</p> <p>ČSA obhájily titul Nejlepší letecká společnost ve střední a východní Evropě udělovaný mezinárodní leteckou organizací OAG v Londýně a zároveň byly oceněny za mimořádný společenský přínos.</p> <p>ČSA úspěšně prošly mezinárodním auditem bezpečnosti a kvality IOSA.</p>
2006	<p>České aerolinie získaly již podruhé ocenění od americké veřejnosti jako Nejlepší letecká společnost ve východní Evropě.</p> <p>Dodány první tři nové Airbuse A320 (s názvy Jeseník, Kutná Hora a Slaný).</p> <p>Již potřetí byly České aerolinie vyhlášeny Nejlepší leteckou společností ve střední a východní Evropě (cenu uděluje mezinárodní letecká společnost OAG v Londýně).</p> <p>České aerolinie rozšířily službu odbavení po telefonu, telefonické kontaktní centrum je nyní v provozu 24 hodin denně.</p>
2007	<p>České aerolinie získaly v anketě odborného časopisu TTG již posedmé cenu za Nejlepší leteckou společnost.</p> <p>České aerolinie se staly již počtvrté Nejlepší leteckou společností ve střední a východní Evropě podle výsledků mezinárodní letecké společnosti OAG v Londýně.</p> <p>České aerolinie zavedly novinku - Internetové odbavení (Internet check-in), rychlejší a pohodlnější odbavení pomocí počítače cestujícího.</p> <p>České aerolinie získaly prestižní ocenění „Nejlepší letecká společnost ve střední Evropě“ v rámci žebříčku The World Airline Awards.</p> <p>České aerolinie úspěšně absolvovaly bezpečnostní audit mezinárodní letecké organizace IATA s názvem IOSA.</p>

Zdroj: www.csa.cz

3.2 Profil společnosti České aerolinie, a.s.

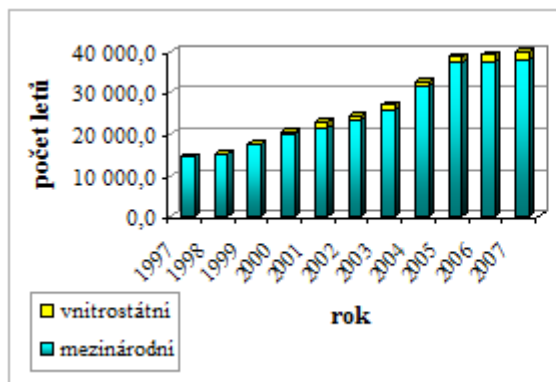
České aerolinie jako vlajkový letecký dopravce České republiky zajišťují letecké spojení z hlavního města Prahy do většiny hlavních měst v Evropě a do významných míst v Severní Americe, v letovém řádu se vyskytuje i spojení na Blízký východ a do severní Afriky. Díky více než osmdesátiletým zkušenostem v letecké přepravě jsou České aerolinie vyhledávaným poskytovatelem služeb i pro jiné letecké společnosti.

Pravidelná letecká přeprava je základní oblastí podnikání Českých aerolinií. Nabízí spojení do 104 destinací ve 44 zemích světa. Cestovním kancelářím a dalším smluvním partnerům nabízí nepravidelné, též nazývané charterové lety, do turistických center celého světa. K činnosti ČSA patří i pozemní služby jako je údržba letadel, výcvik posádek a bezcelní prodej na letištích a během letu.

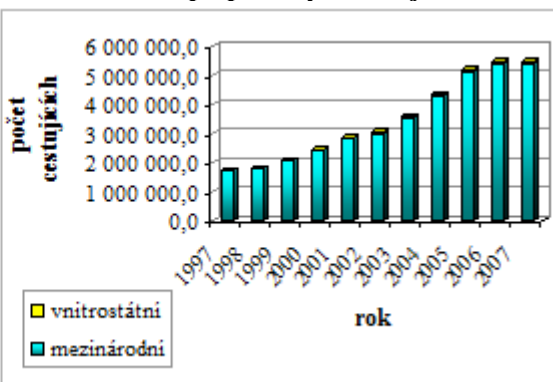
V následujícím grafu 3.1 je zachycen vývoj uskutečněných letů v rámci České republiky, tedy vnitrostátní lety a lety mezinárodní, které tvoří téměř většinu všech letů. České aerolinie zavedly vnitrostátní lety až v roce 2000. Ceny letenek jsou ovšem příliš vysoké a na takto krátké tratě se vyplatí spíše využít rychlovlaku.

Graf 3.2 představuje počet přepravených cestujících v rámci společnosti ČSA, kde lze vidět znatelný nárůst mezi lety 1997 až 2007. Počet cestujících se v průběhu této dekády zvýšil o více jak 300 %, v přepočtu na cestující je to nárůst o 3 758 500. V grafu je opět rozdělena vnitrostátní a mezinárodní doprava. Vnitrostátní doprava zaujímá na celkovém počtu cestujících jen velmi malou část, kdy větší počet cestujících na vnitrostátních linkách lze zaznamenat až v roce 2000 s 25,3 tisíci cestujícími a v roce 2007 se toto číslo vyšplhalo až na rekordní 112,7 tisíc cestujících.

Graf 3.1 Počet letů ČSA



Graf 3.2 Počet přepravených cestujících



České aerolinie zajišťují také leteckou nákladní přepravu. I když společnost v roce 2007 prodala 100% podíl v dceřiné společnosti Air Cargo Terminal, samotnou nákladní přepravu si ponechává i nadále.

ČSA je členem aliance SkyTeam, což je mezinárodní aliance deseti leteckých společností, kterým přináší řadu výhod. Body za nalétané kilometry s kteroukoli leteckou společností SkyTeamu a jejich použití u libovolné členské společnosti, volný vstup do více než 400 členských salonků po celém světě, pro členy SkyTeam Elite Plus garantovanou rezervaci i na vyprodaných letech, více než 14 600 letů denně na 728 letištích ve 149 zemích světa, více cenových variant do většího počtu destinací, rozsáhlou celosvětovou síť přestupních míst na letech členských společností SkyTeamu, pro pohodlí cestujících uplatňují členové SkyTeamu zjednodušené odbavení a u cest s přestupem je pouze jedno odbavení.

Společnost používá několik typů letadel. Na střední a dálkové lety se používají letadla vyrobené evropským koncernem Airbus. Na středních tratích se cestující mohou setkat s letadly amerického výrobce Boeing. A na kratší vzdálenosti jsou využívána turbopropulová

letadla ATR. Průměrný věk letadel ve vlastnictví ČSA je u Airbusu A310, který je zobrazen na obr.3.1, necelých 16 let, Boeing B737, obr.3.2, má v průměru 16,63 roku a ATR 72, obr.3.3 je v průměru starý 15,79 roků. České aerolinie ovšem vlastní další typy Airbusů a Boeingů, jejichž celkový průměrný věk činil v roce 2007 9,6 roku. Až v roce 2000 byl přerušen provoz letadel sovětské výroby. I když je průměrný věk letadel vyšší, nové nákupy letadel, které jsou společností plánovány, by měly omladit letadlovou flotilu a nejstarší letadla by měla mít maximálně 10 let.

V současné době dochází k obměně letadlové flotily typu Boeing 737 modernějšími stroji nové generace Airbus 320/319. Nové letouny mají o 1200 km delší dolet než stroje stávající střednětržtové flotily Českých aerolinií a oproti letadlům Boeing 737 klasické generace jsou o zhruba pět procent rychlejší. Provoz Airbusu A320/319 je velmi ekonomický díky nižší spotřebě paliva a tudíž i ekologičtější. V roce 2012 by Airbasy 320 měly tvořit zhruba polovinu celé flotily Českých aerolinií. Průměrné stáří letadel pro střední tratě by v roce 2012 mělo dosáhnout zhruba sedmi let. Následující tabulka 3.2 zachycuje evidenční počet letadel, tedy všechny provozovaná letadla společnosti ČSA bez ohledu na jejich vlastnictví a jejich nalétané kilometry.

Tabulka 3.2 Počty letadel a nalétané kilometry

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
evidenční počet letadel	28	30	31	35	45	49	50	49
nalétané kilometry	41 878 176	45 483 736	47 045 239	54 517 063	67 971 095	82 960 550	82 755 238	82 928 809

Zdroj: Výroční zprávy ČSA

Obr. 3.1 Airbus A310



Obr. 3.2 Boeing B737-400



Obr. 3.3 ATR 72-202



3.3 Vlastnická struktura

K 31. prosinci 2007 tvořily schválené a vydané akcie 273 551 ks o nominální hodnotě 10 000 Kč. Hodnota vlastního kapitálu tedy představuje 2 735 510 tis. Kč.

Tabulka 3.3 Akcionáři společnosti

Vlastníci	Podíl v (%)
<i>Ministerstvo financí ČR</i>	91,51
<i>Česká pojišťovna a.s.</i>	4,33
<i>Hlavní město Praha</i>	2,94
<i>Hlavní město Bratislava</i>	0,98
<i>Fond národního majetku SR</i>	0,24

K 31. prosinci 2007 zanikla Česká konsolidační agentura bez likvidace (zákon č.239/2001 Sb., o České konsolidační agentuře, v návaznosti na ustanovení § 20). Právním nástupcem agentury je stát zastoupený Ministerstvem financí ČR, na který přešla veškerá práva a závazky České konsolidační agentury ke dni jejího zániku. Od 1. ledna 2008 vlastní stát 91,51 % akcií Českých aerolinií.

3.4 Majetkové účasti

České aerolinie měly význačný podíl a ovládaly společnosti, jež jsou zachyceny v následující tabulce 3.4:

Tabulka 3.4 Dceřiné podniky

Společnost	Podíl	Poznámka	Nový vlastník
<i>Air Cargo Terminal a.s.</i>	100 %	Prodáno v r. 2007, 50 mil. Kč	Central European Handling a.s.
<i>Air Czech Catering a.s.</i>	100 %	Prodáno v r. 2008, 380 mil. Kč	Alpha Overseas Holdings Limited
<i>AMADEUS MARKETING CSA, s.r.o.</i>	65 %	-	-
<i>CSA Services, s.r.o.</i>	100 %	-	-
<i>ČSA Airtours a.s.</i>	100 %	-	-
<i>ČSA Support s.r.o.</i>	100 %	-	-
<i>SLOVAK AIR SERVICES s.r.o.</i>	100 %	vyhlášeno výběrové řízení	-

3.5 Dceřiné podniky ČSA a.s.

AMADEUS MARKETING CSA, s.r.o.

Společnost byla založena 1. července 1993 a je zástupcem globálního distribučního systému Amadeus pro Českou a Slovenskou republiku. Hlavní činností společnosti AMADEUS MARKETING CSA, s.r.o., je poskytování a údržba systému Amadeus, zajišťování školení a technické a uživatelské podpory zákazníkům – cestovním kancelářím v České republice a na Slovensku. Působí jako významný technologický partner cestovních kanceláří a nejmodernějšími produkty posouvá možnosti a zvyšuje výkonnost současného cestovního průmyslu. Činnost společnosti zajišťuje 16 zaměstnanců.

Vývoj mezinárodně úspěšného on-line rezervačního nástroje nazvaného Symphony (ve spolupráci se softwarovou firmou Aaron Group) je největším úspěchem společnosti posledních let a napomáhá trendu prodeje letenek přes internet v České republice a na Slovensku. Neustálým technologickým vývojem a kvalitám zákaznické podpory dosáhla v roce 2007 společnost AMADEUS MARKETING CSA, s.r.o., nárůstu knihovaných leteckých segmentů o 14,9 % oproti předchozímu roku, automobilových rezervací o 7,6 % a hotelových knihování o 10,3 %.

CSA Services, s.r.o.

Společnost byla založena 29. října 1996 a je rozdělena na dvě hlavní střediska, a to Kontaktní centrum a Agenturu práce. Středisko Kontaktní centrum zajišťuje pro České aerolinie obsluhu příchodích hovorů na hlavních kontaktních číslech Českých aerolinií (informace o odletech, příletech, rezervace, prodej letenek, změny letenek, informace o letovém řádu, věrnostních programech, odbavení po telefonu atd.). Kontaktní centrum je help desk pro členy aliance SkyTeam, on-line booking a handlingové agenty. Zajišťuje obsluhu e-mailů na hlavních kontaktních adresách Českých aerolinií pro členy věrnostního programu OK Plus, OK Plus Corporate a pro vybraná zahraniční zastoupení. Kontaktní centrum je v provozu 24 hodin denně sedm dnů v týdnu. Služby Kontaktního centra byly v roce 2007 rozšířeny o odbavení po telefonu, aktivní kontaktování klientů před zrušením rezervace a mnoho dalšího.

Středisko Agentura práce zajišťuje zejména temporary help, což je dočasná výpomoc pro potřeby řešení pružné pracovní síly a try & hire. Try & hire představuje činnost, kterou zaměstnanec CSA Services, s.r.o. vykonává pro klienta a CSA Services, s.r.o., se zavazuje

uvolnit jej do trvalého pracovního poměru k zákazníkovi, jakmile o to požádá. Služba napomáhá zajistit efektivnější sezonní, měsíční, týdenní i denní provozní špičky. Speciální nebo časově omezené aktivity realizuje Agentura práce pomocí temporary pracovníků.

Společnost prostřednictvím společnosti CSA Services, s.r.o. ovládá 100 % akcií společnosti ClickforSky, a.s. (dříve Czech Charters, a.s.), což je nízkonákladová letecká společnost.

ČSA Airtours a.s.

Cestovní kancelář ČSA Airtours a.s. byla založená 1. ledna 1995 a zajišťuje služby pasivního i aktivního cestovního ruchu se specializací na individuální turistiku, služební cesty, incentivní turistiku, kongresy, konference a specializované zájezdy pro různá odvětví (kultura, sport). ČSA Airtours a.s. poskytuje také služby zaměstnancům Českých aerolinií, a to především v oblasti organizace lázeňské péče, rekreací a zaměstnaneckých letenek.

Rok 2007 představoval pro společnost ekonomickou stabilizaci. V průběhu roku byl základní kapitál navýšen na současných 10 milionů Kč, čímž se podařilo vyrovnat ztráty z minulých let. Snižování nákladů připravilo podmínky pro podporu činností, které budou klíčové pro fungování společnosti v dalších letech. Největší důraz byl kladen na vývoj on-line systému.

ČSA Support s.r.o.

Dceřiná společnost ČSA Support s.r.o., založená 15. června 1998, zabezpečuje úklid objektů, letadel a vlastní dopravní činnost. Úklid provádí jak v letadlech Českých aerolinií, tak i v letadlech společností, pro které České aerolinie zajišťují handlingové služby.

ČSA Support s.r.o. dále zajišťuje úklid ve všech pražských objektech užívaných Českými aeroliniemi a také úklidové a čisticí práce pro řadu externích zákazníků. V roce 2007 pokračoval s mírným nárůstem úklid Terminálu 2 a Terminálu 3 na letišti Praha formou participace na úklidových činnostech v těchto objektech. Významnou činností ČSA Support s.r.o. je také přeprava posádek letadel, rozvoz zpožděných zavazadel, smluvní přeprava cestujících a nákladní doprava.

SLOVAK AIR SERVICES s.r.o.

Tato společnost byla založena 1. července 1994. Cílem SLOVAK AIR SERVICES s.r.o. bylo zabezpečení spolehlivého technicko-obchodního handlingu pro pravidelné linky Českých aerolinií na letišti Bratislava. Společnost nabízí další komplexní služby spojené s

leteckou přepravou osob a zboží ostatním dopravcům operujícím v Bratislavě. Po převzetí sítě cestovních kanceláří Českých aerolinií zabezpečuje tato společnost prostřednictvím IATA agentur také prodej cestovních dokladů v Piešťanech, Popradu, Prešově, Bratislavě a Košicích. V roce 2007 pracovalo ve společnosti 70 zaměstnanců. Společnost získala prodloužení koncese na letišti Bratislava do roku 2013. Společnost v roce 2007 vykázala minimální provozní zisk, ale v důsledku prodeje nemovitosti v Bratislavě je celkový zisk po zdanění 15 milionu Sk. V současnosti společnost ročně zabezpečuje handling 1200–1300 pravidelných a kolem 300 nepravidelných leteckých linek.

Na tuto dceřinou společnost bylo 16. června 2008 vyhlášeno výběrové řízení. Předpokládaná prodejní cena by se měla pohybovat zhruba kolem 30 milionů českých korun.

3.6 Současná ekonomická situace v ČSA

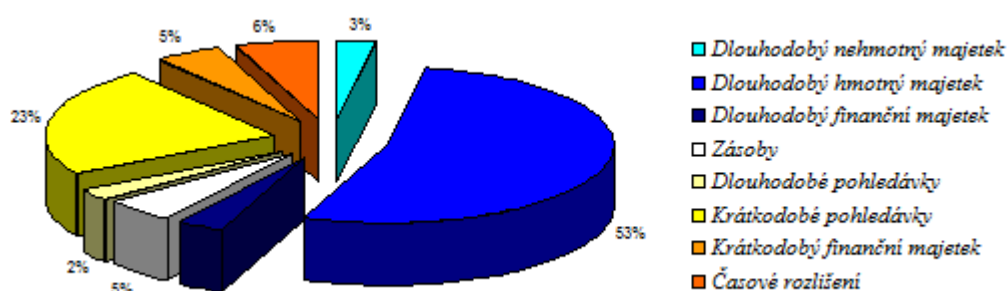
Jelikož ČSA patřily mezi ztrátové podniky, valná hromada Českých aerolinií 28. června 2006 schválila Strategii OK 2006 – 2008 (viz. příloha č.4) jako tříletou koncepci stabilizace společnosti. Zároveň byla považována jako obecný rámec na tříleté období pro podnikatelskou činnost společnosti s tím, že povede ke stabilizaci společnosti a k postupnému uhrazení ztráty z minulých let. Strategie OK 2006 – 2008 obsahovala i jednorázové operace, jakými bylo například prodej letadel společnosti a jejich zpětný pronájem, dále vyčlenění dílčích činností firmy na divize a jejich následný prodej a prodej pozemků.

Největším přínosem k uhrazení ztráty přispěl prodej Air Cargo Terminálu, který byl prodán společnosti Central European Handling a.s. Kupní cena převýšila účetní hodnotu ČSA v Cargo o 50 miliónů. Další divesticí byl prodej dceřiné společnosti Air Czech Catering společnosti Alpha Overseas Holdings Limited, která patří mezi pět největších poskytovatelů leteckého cateringu na světě. Prodej cateringu vylepšil výsledky o 380 miliónů. V roce 2007 se o vylepšený hospodářský výsledek částkou téměř půl miliardy korun postaralo též rozhodnutí o prodeji letadel a jejich zpětným pronájmem. Na druhou stranu všechny tyto prodeje zvyšují současné náklady o zhruba 50 až 70 milionů ročně. Výměnou pozemků s pražským letištěm mají ČSA profitovat až miliardu korun. Získané prostředky umožní Českým aeroliniím rozvoj strategických aktivit. Pozemky využijí k výstavbě Hangáru G. České aerolinie v lokalitě Jih smění výhradně majetek, který v souladu se schválenou strategií nehodlají do budoucna využívat. Výjimku tvoří pouze Hangár B, v kterém sídlí Výcvikové středisko a u kterého budou uzavřeny standardní dlouhodobé nájemní smlouvy na třicet let.

3.6.1 Struktura rozvahy společnosti

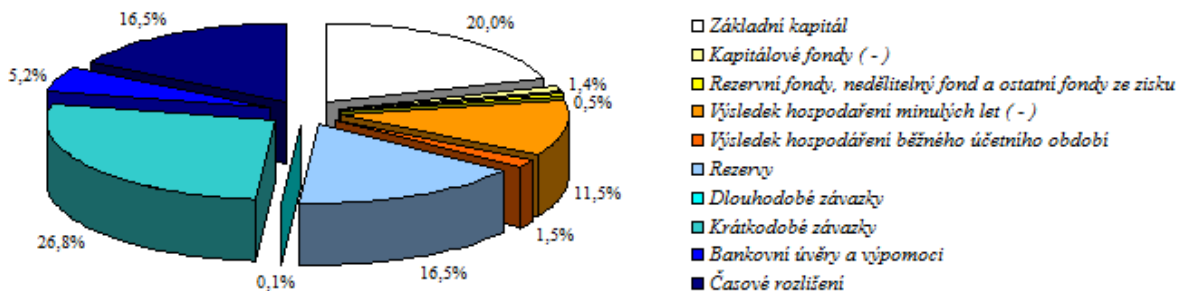
Struktura majetku a zdrojů jeho krytí je použita z poslední zveřejněné výroční zprávy společnosti za rok 2007. V následujícím grafu 3.3 lze vyčíst složení aktiv společnosti. Nejvýznamnější položkou je dlouhodobý hmotný majetek, který se podílí na struktuře majetku více jak 50 %. U oběžných aktiv mají největší podíl krátkodobé pohledávky, které v sobě zahrnují zejména pohledávky za leteckými společnostmi z titulu poskytovaných služeb a přepravy osob a zboží, dále pohledávky z titulu prodeje přepravních dokladů a reálnou hodnotu měnových a komoditních swapů.

Graf 3.3 Struktura aktiv firmy ČSA a.s., (r.2007)



Struktura zdrojů krytí majetku je zachycena v následujícím grafu 3.4. Výsledek hospodaření minulých let v sobě kumuluje ztrátu v hodnotě 1 582 706 tis. Kč. Kapitálové fondy jsou v roce 2007 také záporné v hodnotě 188 409 tis. Kč, jehož záporná hodnota je způsobena oceňovacím rozdílem z přecenění majetku a závazků. Společnost v roce 2007 dosáhla zisku na úrovni 206 600 tis. Kč, který byl použit na uhrazení kumulované ztráty z minulých let.

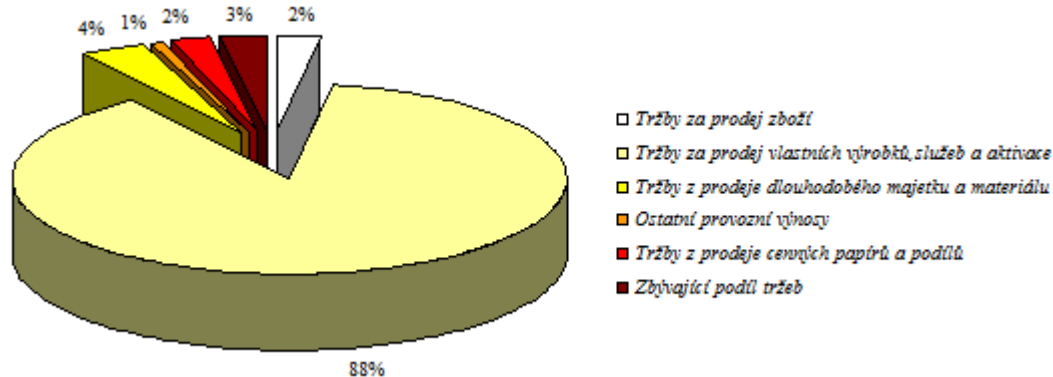
Graf 3.4 Struktura pasiv společnosti ČSA a.s., (r. 2007)



3.6.2 Struktura výkazu zisku a ztráty společnosti

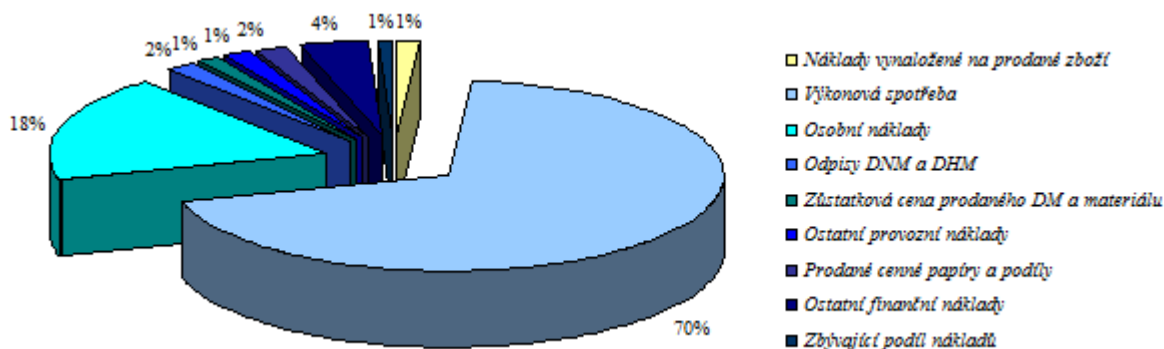
Nejvýznamnější výnosovou položkou společnosti jsou tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Do této položky jsou zahrnuty tržby z hlavní podnikatelské činnosti, kterými je pravidelná a nepravidelná přeprava osob a další poplatky jako jsou bezpečnostní, palivový, servisní a manipulační. Jelikož je tato položka nejvýznamnější se svým 88% podílem na celkových tržbách, je při její predikci v dlouhodobého plánu zaměřena zvláštní pozornost.

Graf 3.5 Struktura výnosů společnosti ČSA a.s., (r.2007)



Nákladová stránka výkazu zisku a ztrát je se 70% podílem na celkových nákladech tvořena výkonovou spotřebou. Tato položka v sobě zahrnuje spotřebu leteckého paliva a dalšího materiálu, spotřebu energií, opravy a údržby, cestovné, distribuční, prodejní a odbavovací služby, poplatky za hlučnost, navigační, přistávací a parkovací poplatek, leasing a další služby. Při predikci výkonové spotřeby v dlouhodobém plánu byla této nejvýznamnější položce nákladů věnována speciální pozornost. Především na vývoj ceny leteckého paliva, které tvoří z výkonové spotřeby největší podíl a to 5 miliard korun jen za minulý rok.

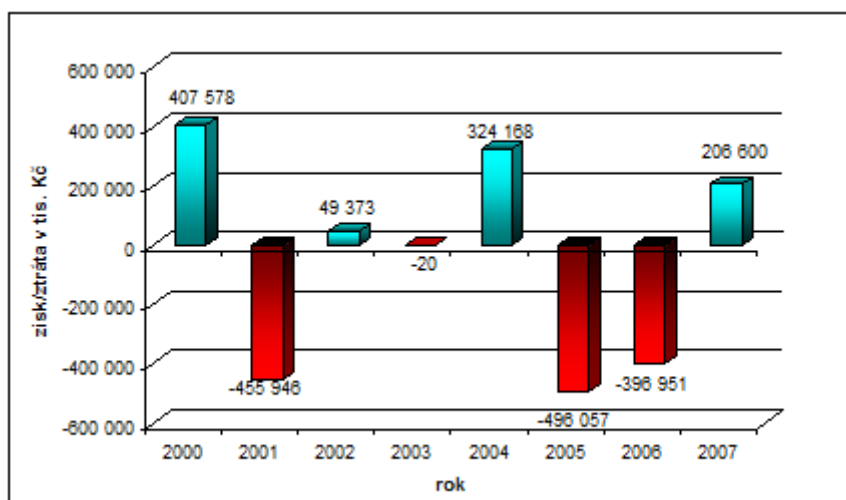
Graf 3.6 Struktura nákladů společnosti ČSA a.s., (2007)



V průběhu let 2000 – 2007 je u společnosti proměnlivě dosahováno zisku a ztráty. Celková kumulovaná ztráta z minulých let, tedy do roku 2007 byla 1 582 706 tis. Kč. Skutečnost, že se společnost v roce 2007 dostala ze záporných čísel a dosáhla zisku je způsobeno odprodejem carga a prodejem 5 letadel a jejich zpětným operativním pronájmem. Tyto položky výrazně zkreslily výsledky, které dnes působí příznivě. I výsledky hospodaření v roce 2008, které zatím nebyly potvrzeny, ale přesahují původní odhad 150 mil. Kč, jsou zkresleny prodejem cateringu.

Společnost má ekonomické problémy, které je potřeba řešit za pomoci nového silného majitele. Následující graf 3.7 zachycuje výsledky hospodaření za účetní období 2000-2007.

Graf 3.7 Výsledek hospodaření v tis. Kč za účetní období (+/-) v letech 2000 - 2007



3.7 Postup privatizace ČSA navrhované Ministerstvem financí ČR

Ministerstvo financí ČR uzavřelo mandátní smlouvu s konsorciem Deloitte Advisory/CMS Cameron McKenna o poskytování poradenství při privatizaci Českých aerolinií. Ministr financí v součinnosti se svým úřadem navrhl i další postup pro veřejné výběrové řízení, které by mělo být podle ministerstva dvoukolové. Ve veřejné zakázce na výběr poradce pro privatizaci ČSA podali nabídku dva účastníci. Vítěz byl vybrán již v srpnu 2008, ovšem druhý v pořadí, konsorcium McKinsey & Company/JUDr. Toman, podal proti rozhodnutí o výběru nejvhodnější nabídky nejprve námitky a poté i návrh na přezkoumání úkonů zadavatele k Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže. Tím se celý proces prodloužil o zhruba dva měsíce.

Vybraný poradce Deloitte Advisory/CMS Cameron McKenna již navrhl strukturu, podmínky a časový průběh výběrového řízení, identifikoval možné překážky prodeje akcií

ČSA a navrhl způsob jejich řešení. Ministerstvo financí v současné době navrhuje, aby veřejné výběrové řízení na nabyvatele majetkové účasti státu, 91,51 % na základním kapitálu ČSA, bylo organizováno jako dvoukolové.

V prvním kole budou zájemci prokazovat splnění podmínek pro účast ve výběrovém řízení. Tyto podmínky se skládají z kvalifikačních předpokladů, jejichž splnění je běžně požadováno v obdobných veřejných výběrových řízeních nebo v rámci veřejných zakázek, a potom z kritérií ekonomického, finančního a technického charakteru, která jsou odůvodněná vzhledem k charakteru transakce.

Zájemci budou muset předložit návrh řešení týkajících se:

- zachování statutu ČSA jako národního a evropského dopravce;
- zachování Letiště Praha jako domovského letiště ČSA;
- provozování letecké dopravy jako hlavního předmětu podnikání ČSA.

Ve druhém kole bude jediným kritériem nabídnutá cena.

Vláda oficiálně potvrdila privatizaci Českých aerolinií 19. ledna 2008. Vítěz, který vzejde z dvoukolového tendru, by měl být znám do konce září 2009. Očekávaný výnos se liší dle jednotlivých pozorovatelů, jak uvádí následující tabulka 2.5.

Tabulka 3.5 Předpokládaná prodejní cena ČSA

Jméno	Pracovní pozice	Očekávaná prodejní cena
Ing. Ivan Kočárník, CSc.	Předseda dozorčí rady ČSA	10 miliard Kč
Jan Procházka	Analytik společnosti Cyrrus	4,5-5 miliard Kč
Aleš Řebíček	Ministr dopravy	3-5 miliard Kč

Konkrétní firmy, které projevily zájem jsou Konsorcium UNIMEX - TVS - tvořeno společnostmi UNIMEX GROUP a.s. a TRAVEL SERVICE a.s., dále AIR FRANCE – KLM, DAROFAN a. s. ze skupiny AEROFLOT a ODIEN AV III a. s. ze skupiny ODIEN.

4 Aplikace vybraných metod a zhodnocení výsledků

V této části diplomové práce bude aplikován oceňovací postup pro určení hodnoty vlastního kapitálu. Bude provedena strategická a finanční analýza, na jejímž základě bude vytvořen dlouhodobý plán podniku a následně budou aplikovány tři zvolené oceňovací metody. Vybranými metodami je DCF equity a kapitalizované zisky vypočtené analytickou a paušální metodou. Ocenění je provedeno k 1. lednu 2008 na základě poslední zveřejněné účetní závěrky za rok 2007.

4.1 Strategická analýza

Do strategické analýzy spadá analýza makroprostředí a mikroprostředí. V práci byly sledovány faktory, které nejvíce z jednotlivých prostředí ovlivňují činnost firmy.

4.1.1 Analýza makroprostředí

Do této kategorie byl zahrnut vývoj hrubého domácího produktu, inflace, úrokové sazby, vývoj kurzu české koruny a cena ropy a leteckého paliva. Jedná se o odvětví procyklické, v období ekonomické recese ubylo cestujících, jak v business tak i ekonomické třídě.

Hrubý domácí produkt (HDP)

Česká ekonomika zpomalila v roce 2009 tempo svého růstu. HDP je jedním z údajů, který dokazuje přítomnost světové ekonomické krize. Pokles HDP je doprovázen mnoha nežádoucími vlivy, jako pokles zahraničního obchodu, který se propadl do deficitu 4 miliard Kč, míra nezaměstnanosti vzrostla a k tomu došlo k největšímu propadu počtu volných pracovních míst. V současném ekonomickém poklesu hraje významnou roli pokles zakázek pro firmy a odlivu turistů a dále špatná úvěrová situace.

Spotřeba domácností by naopak mohla začít oživovat díky výraznému zpomalení inflace. Toto oživení spotřeby však bude jen pozvolné, protože v opačném směru bude působit očekávané výrazné zpomalení růstu mezd a vyšší míra nezaměstnanosti.

Oživení růstu ekonomiky by mohlo nastat v roce 2010 jen mírné, navíc je podmíněno optimistickým předpokladem, že se v uvedeném roce podaří překonat nejhorší období i v ekonomice eurozóny, což pomůže k pozvolnému zrychlení tempa růstu českého vývozu i investic.

V současné situaci hledá vláda cestu z krize a nejčastějším návrhem je snížení DPH. Návrh, s nímž souhlasí i ministerstvo financí, je možnost odpočtu DPH u všech aut. Změna by měla podpořit jak automobilový průmysl zasažený finanční krizí, tak i podnikatele.

Dalšími návrhy je snížení dolní sazby DPH z devíti na šest procent a také pokles základní sazby ze současných 19 na 15 procent.

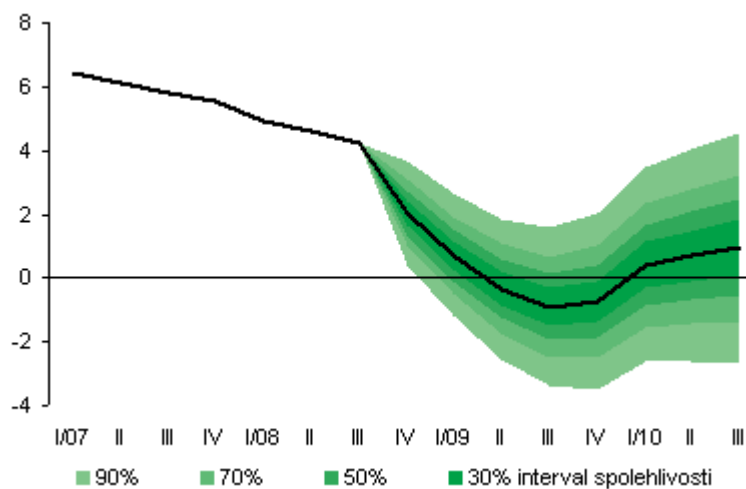
Vějířový graf ČNB č.4.1 zachycuje nejistotu budoucího vývoje sezonně očištěného růstu HDP. Nejtmavší pásma okolo středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s 30% pravděpodobností. Rozšiřující se pásma od středu zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.

Tabulka 4.1 Meziroční tempo růstu reálného HDP

Ukazatel	Rok	Hodnota
<i>Meziroční růst reálného HDP</i>	2008	3,9 %
	2009	-0,3 %
	2010	0,9 %

Zdroj: ČNB

Graf 4.1 Vývoj reálného HDP



Zdroj: ČNB

Inflace

Inflace je v současné době mírnější než předpokládaly prognózy ČNB. Nepotvrdil se předpoklad, že by se inflace mohla vyšplhat k sedmiprocentní hranici v důsledku zvýšení cen cigaret, pohonných hmot a zemního plynu, neboť tyto faktory byly vyvážené jinými, protiinflačními vlivy. Inflaci zbrzdil hlavně vývoj cen komodit, kdy od července roku 2008 došlo k výraznému propadu světových cen ropy. V polovině roku 2008 stála ropa Brent bezmála 150 USD za barel a tržní výhledy naznačovaly setrvání její ceny i do budoucna

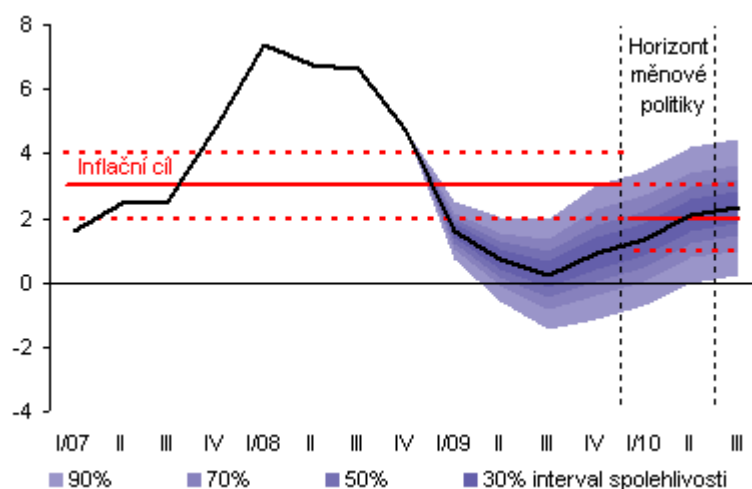
poblíž této vysoké hranice, v říjnu se cena ropy dostala až pod hranici 60 USD za barel. V návaznosti na tento vývoj se začaly snižovat i domácí ceny pohonných hmot a ceny potravin. Přispěla k tomu také nadprůměrná úroda v ČR. Odezněl cenový šok, který koncem loňského a počátkem letošního roku přispěl i se změnami daní, ke zvýšení inflace výrazně nad cíl ČNB. Nižší ceny ropy a tím i zemního plynu se nakonec promítnou také do zmírnění dosud vysokého růstu regulovaných cen energií, což přispěje ke snížení inflace i v roce 2009.

Česká republika se členstvím v Evropské unii zavázala k přijetí jednotné evropské měny. V současné době je udělen dočasný odklad k jeho zavedení do doby, než bude k tomuto důležitému kroku připravena. Formální podmínkou přijetí eura je splnění tzv. maastrichtských konvergenčních kritérií, které určují maximální přípustné hodnoty inflace, úrokových sazeb, schodku a dluhu veřejných rozpočtů, a stanoví minimálně dvouletou úspěšnou účast v mechanismu ERM II vyjádřenou dodržením přípustného fluktuačního pásma pro pohyb měnového kurzu bez devalvace centrální parity.

Součástí strategie přistoupení ČR k eurozóně je zachování režimu cílování inflace až do zavedení eura. Nový inflační cíl od ledna 2010 ve výši 2 % je blízko definice cenové stability v eurozóně. Ta je Evropskou centrální bankou definována jako inflace pod, ale blízko 2 %. Tento cíl s vysokou pravděpodobností zaručuje splnění maastrichtského kritéria pro cenovou stabilitu a úrokové sazby při současném neohrožení splnění kurzového kritéria.

Vějířový graf ČNB č.4.2 zachycuje nejistotu budoucího vývoje inflace spotřebitelských cen. Nejtmavší pásmo okolo středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s 30% pravděpodobností. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.

Graf 4.2 Vějířový graf vývoje inflace



Zdroj: ČNB

Úrokové sazby

Prague InterBank Offered Rate (PRIBOR) je průměrná sazba, za kterou si banky mezi sebou poskytují na českém mezibankovním trhu úvěry. PRIBOR se používá často jako referenční, tedy úrokové sazby u některých úvěrů jsou buď úplně a nebo z části na vazbu PRIBOR vázané a odvíjí se od ní.

PRIBOR 3M znamená tří měsíční úrokovou sazbu vždy z předposledního pracovního dne v předchozím měsíci. PRIBOR se dle pravidel ČNB stanovuje s použitím francouzského standardu, kdy se používá přesný počet dní v měsíci, ale 360 dnů v roce. Zvyšování sazby PRIBOR představuje pro společnosti vyšší úroky při poskytnutých půjčkách, a tím se stává forma financování podnikání z úvěru dražší.

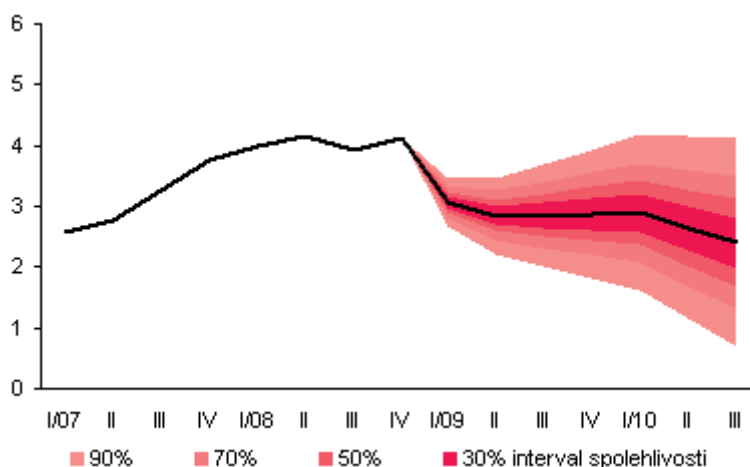
Vějířový graf České národní banky č.4.3 zachycuje nejistotu budoucího vývoje úrokových sazeb. Nejtmavší pásma okolo středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s 30% pravděpodobností. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.

Tabulka 4.2 Budoucí vývoj úrokové sazby

Ukazatel	Horizont	Hodnota
Úrokové sazby 3M PRIBOR	1. čtvrtletí 2010	2,9 %
	2. čtvrtletí 2010	2,6 %

Zdroj: ČNB

Graf 4.3 Vějířový graf vývoje úrokové sazby



Zdroj: ČNB

Měnový kurz české koruny

Budoucí vývoj české ekonomiky je obestřen velkou mírou nejistoty, která je spojena především s vývojem ve světě. Pokud v eurozóně dojde k recesi, dojde ke zpomalení růstu produktivity v české ekonomice, mimo jiné vlivem sníženého přílivu zahraničních investic. Pokud se růst české ekonomiky zcela zastaví, přinese to i potřebu o něco nižších úrokových sazeb, než ukazuje základní prognóza centrální banky. Inflace by se však vyvíjela zhruba podobně, protože proti nižšímu ekonomického růstu by proinflačně působil nižší růst produktivity práce, a tím tlak na slabší kurz koruny v důsledku méně příznivého vývoje zahraničního obchodu i produktivity. Další nejistotou ohledně budoucího vývoje kurzu je cena ropy, která je v současnosti nižší oproti prognózám, a dále vývoj měnového kurzu, který je v poslední době mimořádně rozkolísaný. Nejcitelněji přibrzdí růst vývozu, který byl v roce 2007 a 2008 na vysokých hodnotách, ale v nejbližších čtvrtletích na něj dopadne vliv vývoje v eurozóně i zhoršení cenové konkurenceschopnosti vlivem posílení koruny

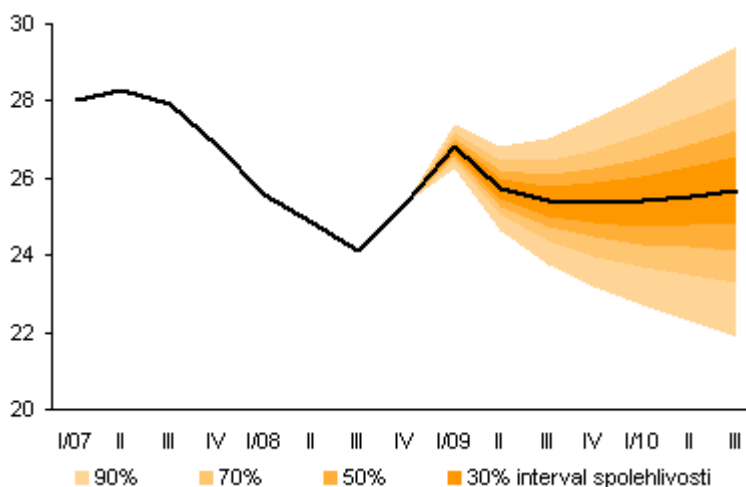
Následující vějířový graf 4.3, zachycuje nejistotu budoucího vývoje kurzu. Nejtmavší pásmo v místech kolem středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s 30% pravděpodobností. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.

Tabulka 4.3 Vývoj kurzu CZK/EUR

Ukazatel	Rok	Hodnota
Kurz CZK/EUR	2009	25,8
	20010	25,6

Zdroj: ČNB

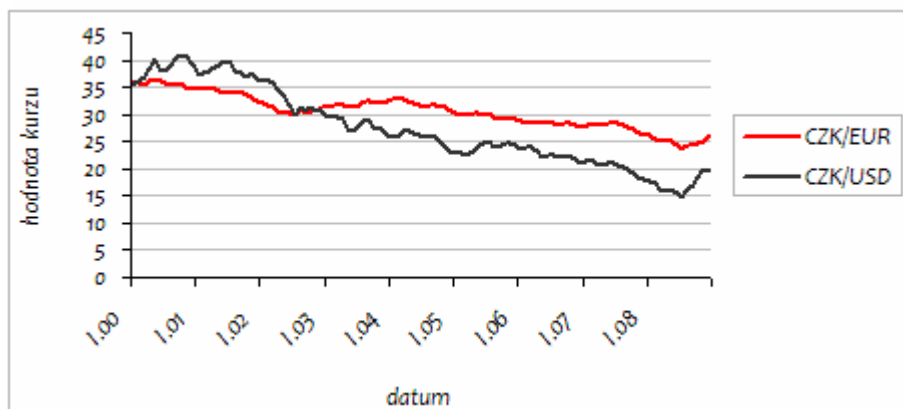
Graf 4.4 Vějířový graf vývoje kurzu CZK/EUR



Zdroj: ČNB

K zajištění měnového rizika používají České aerolinie měnové deriváty. Měnový hedging v roce 2008 českým aeroliniím napomohl k vyšším ziskům, neboť většinu svých nákladů vedly v dolarech zatímco výnosy v eurech. V polovině roku 2002 vykazovalo euro stabilně vyšších hodnot oproti kurzu dolaru. Kurz dolaru klesal, neboť je negativně korelován s cenou ropy, která v období 2002 - 2008 naopak rostla. Na pokles dolaru měly vliv i politické události a především válečné konflikty. Graf 4.5 zachycuje vývoj měnových kurzů

Graf 4.5 Vývoj měnových kurzů



Zdroj: ČNB, ARAD (měsíční průměr)

Cena ropy a leteckého paliva

Vývoj kurzu dolaru je negativně korelován s vývojem cen ropy a proto levnější dolar znamená pro neamerické subjekty, kterým je jsou i České aerolinie, levnější ropy.

Cena surové ropy zůstává v současné době volatilní stejně jako slabá globální ekonomika, která je ovlivněna slabou poptávkou. OPEC snižuje nabídku ropy a na konci prosince 2008 se cena za barel pohybovala 35,58 USD/barel. Průměrná cena za barel ropy v roce 2008 byla 94,45USD/barel.

V první polovině ledna roku 2009 byla cena ropy ovlivněna probíhajícím konfliktem na Blízkém východě a Rusko-Ukrajinským konfliktem týkajícím se dodávky zemního plynu. Obě tyto skutečnosti způsobily růst cen na burze. Současná cena ropy v polovině ledna 2009 je 41,31 USD/barel.

Cena ropy na trzích je většinou uváděna v barelech. Barel ropy je roven 158,987294928 l. Hustota ropy se podle druhu pohybuje v rozmezí 0,730 až 1 g/cm³. Hustota leteckého paliva je podobná jako hustota ropy.

České aerolinie udávají svou spotřebu leteckého paliva v tunách. Jedné tuně leteckého paliva odpovídá přibližně 7,33 barelů.

Graf 4.6 Vývoj cen ropy a leteckého paliva od ledna 2003 do ledna 2009



Zdroj: IATA

Z ropy se vyrábí letecké palivo označované jako kerosin (zastarale kerosen), pomocí frakční destilace při 150°C a 275°C. Kerosin je bezbarvá hořlavá uhlovodíková kapalina. Spotřeba leteckého paliva se odvíjí jak od pravidelných linek přepravy, které aerolinky nabízejí, tak i od charterové dopravy. Charter představuje nepravidelné linky a je upraven dle zákoníku mezinárodního obchodu. Jedná se o smlouvu o provozu letadla, kdy provozující letadla je zavázán přepravit náklad určený objednatelem, a přitom vykonat letadlem jednu nebo několik předem určených cest, nebo během smluvené doby vykonat cesty podle určení objednatele. Objednatel se zavazuje zaplatit za to odměnu.

Tedy jak počet pravidelných letů Českých aerolinek, tak počet charterů, který je u ČSA objednan, ovlivňuje budoucí spotřebu leteckého paliva. Jeho cena je ovšem také ovlivněna měnou, v které aerolinie letecké palivo nakupují. Následující graf č.4.7 srovnává nákupní ceny leteckého paliva v dolarech a eurech. Letecké palivo vyjádřené v dolarech dosahuje vyšších hodnot, to ovšem pro ČSA nepředstavuje dražší způsob pořízení, neboť česká koruna je proti dolaru silnější, než proti euro.

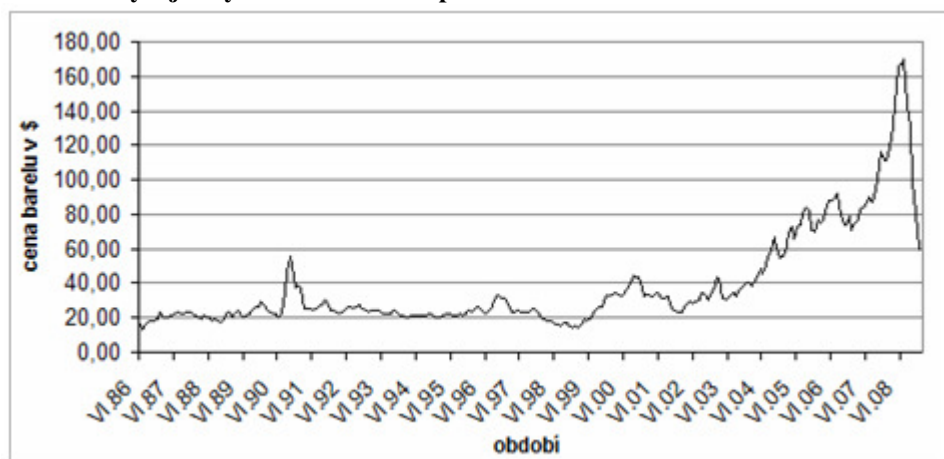
Graf 4.7 Srovnání nákupní ceny leteckého paliva v dolarech a eurech



Zdroj: IATA

ČSA nakupují letecké palivo na evropské energetické burze v Rotterdamu. Cena leteckého paliva na Rotterdamské burze v průběhu let 1986 – 2008 je zachycena na grafu 4.8. Cena leteckého paliva se v průběhu let výrazně neměnila, ale od července 2002 se jeho cena začala šplhat z 28,23 USD/barel na 169 USD/barel v červenci 2008. V lednu 2009 se již jeho cena pohybovala na 60USD/barel.

Graf 4.8 Vývoj ceny barelu leteckého paliva v dolarech












Zdroj: Energy Information Administration

Vysoká cena leteckého paliva negativně ovlivnila hospodářské výsledky všech leteckých společností. Náklady na palivo, které se do roku 2008 velkou měrou podílelo na provozních nákladech, vedlo několik desítek aerolinií k ukončení své podnikatelské činnosti. V období 2007 až 2008 ukončilo svou činnost 25 aerolinií a dalších 50 jich bylo ohroženo.

Tabulka č. 4.5 zachycuje jakým procentním podílem se podílí letecké palivo na celkových nákladech leteckých společností.

Tabulka 4.5 Náklady na letecké palivo

Rok	Celková suma nákladů na palivo (v miliardách dolarů)	Podíl na provozní nákladech
2000	 46	14 %
2001	 43	13 %
2002	 40	13 %
2003	 44	14 %
2004	 61	16 %
2005	 90	22 %
2006	 111	26 %
2007	 136	29 %
2008*	 176	34 %

*predikce HN

Zdroj: Hospodářské noviny, 8. července 2008

4.1.2 Analýza mikroprostředí

Do analýzy mikroprostředí byl zahrnut legislativní rámec, který představuje zejména ICAO a dále leteckou asociaci IATA. Struktura odvětví je zaměřena hlavně na další národní letecké dopravce, kteří se z důvodu lepší konkurenční výhody sdružují do aliancí jako je Sky Team, Star Alliance a One World. Další konkurenti, tzv. Low costs letecké společnosti do analýzy zahrnuty nejsou, neboť pracují na zcela odlišných konceptech, často nejsou sdruženi v IATA, nelétají na frekventované letiště, a proto se na ně nevztahují letištní taxy.

4.1.2.1 Legislativní rámec

Mezinárodní asociace leteckých dopravců (IATA - International Air Transport Association)

Tato nevládní mezinárodní asociace sdružující letecké dopravce sídlí v Montrealu v Kanadě. Členové této asociace, tedy letečtí dopravci, mohou navzájem konzultovat ceny prostřednictvím této organizace. Přes 60 let tato asociace pracuje na obchodních standardech, které tvoří globální letecký průmysl. V současné době je jejím cílem reprezentovat, vést a napomáhat leteckému průmyslu.

Členy IATA tvoří okolo 230 společností ze 140 zemí celého světa. Tyto společnosti zajišťují okolo 93 % pravidelné mezinárodní letecké přepravy.

Obr. 4.1 Logo IATA



IATA vydává pro letecké společnosti účetní principy týkající se leteckého průmyslu. Dále napomáhá minimalizovat úvěrové riziko leteckým společnostem. Ve většině případů je prodej osobních a nákladních přepravních dokladů zajišťován prostřednictvím agentur, které pracují pod působností IATA. Tyto agentury jsou zapojeny do speciálního zúčtovacího systému dané země pro vypořádání prodeje osobních a nákladních přepravních dokladů. Jednotlivé agentury jsou kontrolovány daným zúčtovacím centrem. Celkové úvěrové riziko z agenturních prodejů je velmi malé vzhledem k významnému stupni diverzifikace z důvodu jejich celosvětového rozmístění. Pokud smlouva, na jejímž základě jsou platby prováděny, nestanoví jinak, jsou obvykle pohledávky a závazky mezi leteckými společnostmi vypořádány na dvoustranném základě nebo prostřednictvím IATA Clearing House. Vypořádání se obvykle provádí jako vyrovnání všech pohledávek a závazků v pravidelných týdenních intervalech. Tento postup významně přispívá ke snížení rizika nezaplacení.

Mezinárodní organizace pro civilní letectví (ICAO – International Civil Aviation Organization)

Jedná se o mezivládní organizaci, která je přidružená k OSN a která pomáhá regulovat mezinárodní civilní letectví. Cílem organizace, definovaným v Chicagské dohodě, je rozvoj mezinárodního civilního letectví bezpečným a spořádaným způsobem tak, aby mezinárodní doprava byla založena na rovnosti příležitostí a mohla fungovat spolehlivě a ekonomicky. ICAO ve svých dokumentech zdůrazňuje bezpečnost a plynulost civilního letectví. Je navázán na státní úřady členských zemí, na jejich příslušná ministerstva a příslušné letecké úřady. S rozvojem letecké a komunikační techniky a s nárůstem objemu letecké přepravy osob organizace neustále modernizuje letiště a letištní zabezpečovací zařízení ke zvýšení bezpečnosti leteckého provozu. Regionální úřady ICAO spolu s OSN a členskými státy ICAO pomáhají chudým zemím ve výstavbě nových řízených letišť, které by vyhovovaly normám ICAO.

Letecký zákon v zákonodárství České republiky č. 49/1997 sbírky, představuje implementaci mezinárodní Dohody o civilním letectví podle Chicagské dohody z roku 1944. Následné dodatky ICAO specifikují činnosti a normy v mezinárodním civilním letectví a v českém zákonodárství jsou aplikovány jako vyhlášky Ministerstva dopravy, tzv. Letecké předpisy.

Obr. 4.2 Logo ICAO



Asociace letecký dopravců (AEA - The Association of European Airlines)

Sdružuje 34 hlavních evropských leteckých společností. Poskytuje informace o leteckém průmyslu na evropském kontinentu už více jak 50 let. AEA spolupracuje s institucemi Evropské unie a s dalšími investory v hodnotovém řetězci, aby zajistili udržitelný růst evropského leteckého průmyslu v globálním kontextu.

Je založena na rozsáhlých znalostech průmyslu a její rozsáhlá asociace tvoří důležitý základ pro průmysl. Na její rozhodnutí spoléhají politici, média a je důvěryhodným spoluúčastníkem debat týkajících se rozhodujících procesů.

Obr. 4.3 Logo AEA



4.1.2.2 Struktura odvětví

Star Alliance

Je v současné době největším leteckým sdružením světa, které bylo založeno v roce 1997. Z českého pohledu je nejzajímavějším členem německá Lufthansa, která byla také jedním ze zakládajících členů. Aliance je tvořena 21 leteckými společnostmi. Jako první z leteckých asociací nabízela téměř celosvětové pokrytí do 912 destinací ve 159 zemích světa.

Star Alliance tvoří Air Canada, Air China, Air New Zealand, ANA, Austrian, BMI, Egyptair, LOT Polish Airlines, Lufthansa, SAS Scandinavian Airlines, Shanghai Airlines,

Singapore Airlines, South African Airways, Spanair, Swiss International Air Lines, TAP Portugal, THAI, Turkish Airlines, United, US Airways.

Obr. 4.4 Logo Star Alliance



Sky Team / Sky Alliance

Sky Team je druhou největší leteckou aliancí, jehož členem jsou od roku 2000 také České aerolinie. Nejvýznamnějším evropským leteckým dopravcem v tomto sdružení je Air France a KLM. Celkem jí tvoří 11 leteckých společností a 3 přidružené aerolinky, které nabízejí 905 destinací na celém světě. Nabízejí služby cestujícím první třídy a business třídy, kteří za příplatek cestují s větším pohodlím, stravováním a v případě přestupu zajišťuje 440 speciálních salónek k odpočinku na letištích v celém světě.

Členem této aliance jsou i České aerolinie. Další členové Sky aliance tvoří Aeroflot, Aeromexico, Air France, Alitalia, China Southern Airlines, Continental Airlines, Delta Air Lines, KLM Royal Dutch Airlines, Korean Air, Northwest Airlines, Air Europe, Copa Airlines, Kenya Airways.

Obr. 4.5 Logo Sky teamu



Oneworld

Třetí globální aliance, která je nejmenší, spojuje deset největších světových aerolinek. Zajišťuje 675 destinací a 500 letištních salónek pro své klienty. Členové aliance jsou American Airlines, British Airways, Cathay Pacific, Finnair, Iberia, JAL Japan Airlines, LAN (Latin America), Malév (Maďarsko), Qantas (Austrálie), Royal Jordanian.

Obr. 4.6 Logo Oneworld



4.1.2.3 Přeprava cestujících a nákladu

Přeprava cestujících se uskutečňuje ve dvou třídách dle poskytnutého komfortu a služeb a jedná se zpravidla o ekonomickou a business třídu. Business třída je třídou vyšší kvality, která je ovšem po zásahu ekonomické krize oslabena a není již příliš vyhledávána obchodními společnostmi, které v důsledku svých šetřících opatření začínají své zaměstnance vysílat na zahraniční cesty v business třídě.

Mezinárodní asociace leteckých dopravců předpokládá pro rok 2009 s poklesem přepravených cestujících o 3 %, prezident ČSA předpokládá pokles o 5-6 %. Od roku 2010 by mělo opět docházet k pozvolnému růstu počtu přepravených. Na to se české aerolinie připravily také nákup nových Airbusů.

Nákladní přeprava se na linkách ČSA vyčlenila v roce 2007 do dceřiného podniku Air Cargo Terminál, který se ještě tentýž rok prodal za 50 mil. Kč společnosti Central European Handling a.s. České aerolinie na svých linkách ještě přepravují zboží a poštu, ale jedná se o velmi malou část jejich provozních aktivit.

Tabulka 4.6 zachycuje predikci vývoje počtu přepravených cestujících celosvětově dle Mezinárodní asociace leteckých dopravců.

Tabulka 4.6 Globální letecká doprava a její předpověď IATA

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Počet přepravených cestujících</i>	2,260	2,305	2,236	2,256	2,373	2,535	2,698
<i>% změna přepravených cestujících</i>	6,4%	2,0%	-3,0%	0,9%	5,2%	6,8%	6,4%

Zdroj: IATA

V následující tabulce 4.7 je vyčíslen počet přepravených cestujících na pravidelných i nepravidelných linkách ČSA, který je dále roztržiděn dle mezinárodní a vnitrostátní dopravy. Vnitrostátní doprava je v podmínkách malé České republiky velmi málo využívána. Využití sedačkové kapacity je na evropské úrovni přes 70 %, čehož aerolinky dosahují. Rozhodující období pro leteckou přepravu je od března do října, které nejvíce ovlivňuje výsledky hospodaření. V roce 2007 ČSA významně omezily dálkové spoje a přidaly naopak lety na kratších tratích, většinou po Evropě. Meziroční tempo růstu je znatelné především v letech 2003 až 2005, kdy meziroční nárůst přepravených cestujících rostl o 20 %. V roce 2007 nastává jistá stagnace.

Tabulka 4.7 Počet přepravných cestujících a využití sedačkové kapacity

Období	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Počet přepravených cestujících v (tis.)	2 461,7	2 877,3	3 065,0	3 591,5	4 345,4	5 217,6	5 469,9	5 492,2
- z toho mezinárodní přeprava (tis.)	2 436,4	2 831,5	3 016,7	3 538,4	4 282,5	5 137,2	5 361,9	5 379,5
- z toho vnitrostátní přeprava (tis.)	25,3	45,7	48,3	53,0	62,9	80,4	108,0	112,7
Využití sedačkové kapacity (%)	70,4	70,8	71,3	72,7	70,5	70,1	71,8	68,4
- z toho mezinárodní přeprava (%)	70,5	71,0	71,4	72,8	70,6	70,2	71,9	68,4
- z toho vnitrostátní přeprava (%)	41,9	39,6	44,7	48,7	51,2	51,6	52,8	53,9
Meziroční tempo růstu přepravených cestujících (%)	-	16,9	6,5	17,2	21,0	20,1	4,8	0,4

Zdroj: Výroční zpráva ČSA (r.2007)

4.2 Finanční analýza ČSA a.s.

Finanční analýza ČSA za období 2000-2007 byla zpracována na úrovni absolutních, poměrových a predikčních ukazatelů.

4.2.1 Absolutní ukazatele

Do skupiny absolutních ukazatelů patří horizontální a vertikální analýza.

4.2.1.1 Horizontální analýza

Pomocí horizontální analýzy rozvahy je v roce 2005 zaznamenána největší změna v dlouhodobém majetku zaznamenána v položce zaplacené zálohy na dlouhodobý majetek o 1,33 miliard korun. Mezi oběžnými aktivy byly nejvyšší výkyvy zachyceny na straně krátkodobého finančního majetku jeho meziroční výkyvy činily od 0,3 – 0,9 miliardy korun. Jeden z cílů ČSA do budoucna je plánování krátkodobého finančního majetku, jehož hodnota je pro plánování firemního cash flow velmi nízká.

Na straně pasiv u vlastního kapitálu byly největší změny u položky hospodářského výsledku běžného období, který podnik v průběhu let 2000- 2007 generoval. V cizích zdrojích docházelo k nejvýznamnějším změnám u krátkodobých závazků, které v roce 2001 narostly o 1,3 miliard korun a tato hodnota byla v průběhu let spíše navyšována pokles byl méně výrazný v roce 2007, kdy došlo ke splacení krátkodobého bankovního úvěru v hodnotě 1,5 miliardy korun.

Horizontální analýzou výsledovky byl v roce 2007 oproti roku 2006 zachycen výrazný pokles u obchodní marže o více jak 1,1 miliardy korun. Přidaná hodnota výrazně poklesla

mezi lety 2000 – 2001 téměř o 2,4 miliardy korun, což zapříčinila hlavně zvýšená výkonnová spotřeba, která se zvýšila o 3,6 miliardy korun.

4.2.1.2 Vertikální analýza

Pomocí vertikální analýzy rozvahy bylo zjištěno, že největší podíl na aktivech má dlouhodobý majetek, jehož podíl se v jednotlivých letech meziročně zvyšoval. Krátkodobý finanční majetek a krátkodobé pohledávky téměř stejnou měrou podílejí na aktivech firmy.

Vertikální analýzou výsledovky, která je vztažena k tržbám za prodej vlastních výrobků a služeb, nejvyšší podíl, který na tyto tržby působí záporně, je výkonnová spotřeba, která v sobě zahrnuje spotřebu materiálu, energie a služby. Dalšími téměř 20 % jsou tržby společnosti snižovány o položku osobních nákladů. Společnost chce v této položce do budoucna ušetřit, již nyní se jí povedlo snížit odměny členům představenstva o 15 %.

4.2.2 Poměrové ukazatele

4.2.2.1 Ukazatele rentability podniku

Následující tabulka 4.8 zachycuje procentuální výsledky vypočtených ukazatelů rentability. V roce 2001-2002 a 2005-2006 se společnost dostala do záporných výsledků hospodaření.

Tabulka 4.8 Ukazatelé rentability podniku v %

Ukazatele	Odkaz na vzorec	Rok							
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Rentabilita aktiv (ROA)</i>	(2.1)	4,6	-	-	1,1	3,3	-	-	1,8
<i>Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)</i>	(2.2)	18,2	-	-	4,0	14,9	-	-	16,7
<i>Rentabilita dl. invest. kapitálu (ROCE)</i>	(2.3)	9,2	-	-	2,3	7,3	-	-	5,1
<i>Rentabilita tržeb (ROS)</i>	(2.4)	3,0	-	-	0,5	1,8	-	-	0,9

Rentabilita aktiv (ROA) dosahuje velmi nízkých hodnot, a i tyto hodnoty nemají příliš vysokou vypovídací schopnost. Společnost vlastní pouze 5 letadel, které se projevují v rozvaze, ale zisk je generován provozem cca 50 letadel. Pokud by se do hodnoty aktiv započítaly zbývající letadla, která pomáhají generovat zisk, rentabilita aktiv by byla zanedbatelná.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) dosahuje z rentability nejvyšší hodnoty. Je to způsobeno nízkým podílem vlastního kapitálu.

Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu (ROCE), na tomto ukazateli lze pozorovat efekt EBITu, tedy zisku před odečtením úroků a daní, kterého podnik dosáhl z jedné koruny investované akcionáři a věřiteli. U společnosti je dosažený zisk na velmi nízké úrovni, ale je příznivé, že společnost zisku vůbec dosáhla.

Rentabilita tržeb (ROS) dosahuje oproti rentabilitě vlastního kapitálu nejnižších hodnot. Zisk tvořený z tržeb je v roce 2000 pouhé 3 %, v roce 2009 0,9 %. Takto nízká čísla jsou způsobena vysokými režijními náklady, potřebnými na provoz společnosti, a také v letech, kdy podnik dosáhl ztráty, uplatňoval si možnost jejího odpočtu od základu daně, a tím snížení vykazovaného zisku.

4.2.2.2 Ukazatele likvidity podniku

Následující tabulka 4.9 zachycuje výsledky jednotlivých ukazatelů likvidity podniku za roky 2000-2007.

Tabulka 4.9 Ukazatele likvidity podniku

Ukazatele	Odkaz na vzorec	Rok							
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Celková likvidita</i>	(2.5)	2,154	1,193	1,334	1,723	1,662	1,239	1,171	0,974
<i>Pohotová likvidita</i>	(2.6)	1,972	1,043	1,155	1,532	1,489	1,087	1,008	0,829
<i>Okamžitá likvidita</i>	(2.7)	0,918	0,450	0,409	0,731	0,709	0,356	0,257	0,135

Celková likvidita a její doporučené hodnoty 1,5 až 2,5 jsou s výjimkou posledních 3 let splněny. Následující ukazatele pohotové a okamžité likvidity dále rozvádějí strukturu krytí krátkodobých závazků.

Pohotová likvidita, jejíž doporučené hodnoty se pohybují v rozmezí od 1,0 – 1,5, je ve sledovaném období splněna s výjimkou roku 2007.

Okamžitá likvidita je doporučována na úrovni 0,2. Ve sledovaném období je splněna až na rok 2007, ve kterém společnost snížila množství držených peněz, oběžná aktiva jsou

z velké části tvořena krátkodobými pohledávkami. Společnost nevykazovala výkyvy v krátkodobých pohledávkách.

4.2.2.3 Ukazatele aktivity

Tabulka 4.10 zachycuje ukazatele aktivity za období let 2000-2007.

Tabulka 4.10 Ukazatele aktivity

Ukazatele	Odkaz z na vzorec	Rok							
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Obrat aktiv</i>	(1.8)	1,195	1,409	1,509	1,528	1,725	1,741	2,000	2,301
<i>Doba obratu pohledávek</i>	(1.9)	53,411	45,617	49,704	46,717	44,913	44,186	38,697	35,576
<i>Doba obratu závazků</i>	(1.10)	53,279	81,371	70,419	60,941	61,215	65,380	57,559	56,624

Obrátka celkových aktiv vykazuje v letech rostoucí tendenci využívání majetku. Lze tak hodnotit efektivnější využívání podnikového majetku.

Doba obratu pohledávek udává, za jak dlouho jsou průměrně uhrazeny pohledávky. Tento ukazatel se porovnává s ukazatelem **doby obratu závazků**. Tento ukazatel informuje o průměrné době obchodního úvěru poskytnutého dodavatelů. Obecně platí, že doba obratu pohledávek by měla být kratší než doba obratu závazků, aby se společnost nedostala do druhotné platební neschopnosti. Společnost tuto podmínku až na rok 2000 splnila.

4.2.2.4 Ukazatele zadluženosti podniku

Následující tabulka 4.11 zachycuje jednotlivé ukazatele sledující zadluženost podniku za období let 2000-2007.

Tabulka 4.11 Ukazatele zadluženosti podniku

Ukazatele	Odkaz na vzorec	Rok							
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Finanční nezávislost</i>	(1.11)	0,198	0,171	0,173	0,176	0,203	0,144	0,080	0,122
<i>Stupeň krytí stálých aktiv</i>	(1.12)	0,853	0,604	0,500	0,509	0,539	0,329	0,213	0,217
<i>Celková zadluženost</i>	(1.13)	0,483	0,612	0,594	0,568	0,567	0,645	0,733	0,656
<i>Zadluženost vlastního kapitálu</i>	(1.14)	2,443	3,578	3,442	3,235	2,796	4,476	9,117	5,383

Ukazatel **stupně krytí stálých aktiv** je na své nejlepší hodnotě v roce 2000, v následujících letech dochází k razantnímu poklesu. V letech 2006 a 2007 je hodnota ukazatele na nejnižší úrovni a představuje krytí dlouhodobého majetku pouze cca. 20 % dlouhodobých zdrojů, zbytek je kryt krátkodobými zdroji. Tato situace představuje podkapitalizovanou majetko-finanční strukturu podniku a jedná se tedy o agresivní politiku financování.

Stupeň krytí stálých aktiv v průběhu sledovaných hodnot výše ukazatele klesá, což není vůbec příznivé. V letech 2006 a 2007 je hodnota ukazatele na nejnižší úrovni, a představuje krytí dlouhodobého majetku pouze cca. 20 % dlouhodobých zdrojů, zbytek je kryt krátkodobými zdroji. Tato situace představuje podkapitalizovanou majetko-finanční strukturu podniku a jedná se o agresivní politiku financování.

Celková zadluženost dosahuje příznivých hodnot, polovina majetku firmy je kryta vlastními zdroji a druhá část zdroji cizími. Při přihlédnutí k předmětu podnikání společnosti je zadluženost na přijatelné úrovni.

Zadluženost vlastního kapitálu v letech rostla. Byla zapříčiněna poklesem vlastního kapitálu z důvodu dosažených ztrát, zatímco cizí kapitál narůstal, jak v případě rezerv tak i krátkodobých a dlouhodobých závazků. Tyto položky rostly z důvodu nákupu letadel.

4.2.3 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

4.2.3.1 Bankrotní modely

Taflerův model je založen na ukazatelích, které odrážejí klíčové charakteristiky platební neschopnosti podniku. Následující tabulka 4.12 zachycuje hodnotu Taflerova modelu v jednotlivých letech 2000-2007.

Tabulka 4.12 Taflerův model

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Taflerův model</i>	0,269	0,088	0,145	0,186	0,240	0,122	0,129	0,164
<i>Zhodnocení</i>	neurčitý	bankrot	bankrot	bankrot	neurčitý	bankrot	bankrot	bankrot

Z modelu je patrné, že s výjimkou roku 2000 a 2004 má podnik vysokou pravděpodobnost bankrotu, neboť hodnota ukazatele je nižší než 0,2.

Beaverův model vznikl pomocí analýzy poměrových ukazatelů, které hrají významnou roli při finančních problémech firmy. Tento model nepotřebuje vymezovat bankrotující firmu neboť je sestaven z výkazů jak již zkrachovalých firem, tak firem, které vykazovaly znaky bankrotu. Finanční poměrové ukazatele mají vypovídací sílu již pět let před úpadkem firmy.

Tabulka 3.13 Beaverův model

<i>Ukazatel</i>	<i>$\frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}}$</i>	<i>$\frac{PH}{\text{aktiva}}$</i>	<i>$\frac{BU}{\text{cizí zdroje}}$</i>	<i>$\frac{\text{cash flow}}{\text{cizí zdroje}}$</i>	<i>$\frac{\text{provozní kapitál}}{\text{aktiva}}$</i>
<i>Trend ohrožených firem</i>	klesá	klesá	roste	Klesá	klesá
2000	0,198	0,400	0,314	0,336	0,346
2001	0,171	0,205	0,231	0,234	0,368
2002	0,173	0,281	0,207	0,203	0,408
2003	0,176	0,336	0,198	0,327	0,400
2004	0,203	0,401	0,147	0,362	0,306
2005	0,144	0,266	0,278	0,172	0,410
2006	0,080	0,461	0,310	0,112	0,422
2007	0,122	0,529	0,106	0,075	0,378
<i>Trend u ČSA</i>	klesá	roste	roste	Klesá	klesá

Na tomto modelu lze sledovat, že ČSA jsou skutečně v horší finanční situaci, kvůli které se také prodávají. Dle modelu firma vykazuje známky vysoké pravděpodobnosti úpadku. Tím, že se jedná o státní podnik, tak by se zcela nezavřela, ale její prodej je oprávněný, aby stát nemusel dotovat ztrátovou firmu.

4.2.3.2 Ratingové modely

Kralickuv Quit-test používá intervaly hodnot, pomocí kterých jsou obodovány jednotlivé ukazatele. Souhrnné hodnocení je následně určeno jako kritérium váženého průměru. Tato metoda umožňuje hodnotit finanční stabilitu pomocí zprůměrování R1 a R2, dále výnosovou situaci pomocí zprůměrování R3 a R4. Lze provést také souhrnné hodnocení finanční situace podniku pomocí zprůměrování součtu hodnot finanční stability a výnosové

situace. Pokud je kritérium hodnocení více než 3 body je podnik považován za velmi dobrý. Pokud je hodnota menší než 1 bod, podnik je ve špatné finanční situaci. V následující tabulce 4.14 je zachycen Kralickuv Quit-test za rok 2007.

Tabulka 4.14 Kralickuv Quit-test rok 2007

Ukazatel	Hodnota	Kritéria
<i>R1</i>	0,12184	2 body
<i>R2</i>	-14,1821	4 body
<i>R3</i>	0,017904	1 bod
<i>R4</i>	-0,01176	0 bodů

Finanční stabilita vyšla dle vzorce (2.17) -7,03 což vykazuje špatnou finanční stabilitu, kterou podnik v roce 2007 dosáhl. Výnosová situace dle vzorce (2.18) je na úrovni 0,003. Tato hodnota je také příliš nízká. Finanční situace podniku vypočtená dle vzorce (2.19) má zápornou hodnotu -3,51. Žádná z položek nevykazuje pozitivní hodnotu.

Kritéria hodnocení vykazují o podniku, že se nachází ve špatné finanční situaci.

4.3 Návrh dlouhodobého finančního plánu

Dlouhodobý finanční plán byl sestaven s ohledem na možnost aplikace vybraných oceňovacích metod ve strategických obrysech na období 2008 – 2015. Jedním ze zdrojů budoucího ekonomického vývoje ČSA se staly informace uvedené v tabulce 4.15, které byly zveřejněny společností ČSA.

Tabulka 4.15 Ekonomický plán

	Start: 2008	Cíl: 2013
<i>Obrat</i>	25 mld. Kč	25 mld. Kč
<i>Zisk</i>	100 mil. Kč	1 mld. Kč
<i>Marže</i>	0,4 %	4,0%
<i>Hotovost jako rezerva</i>	0	2 mld. Kč
<i>Letadla</i>	Zdravá flotila 50	Zdravá flotila 55
<i>Zaměstnanci</i>	4700	4700

Zdroj: internetový portál www.csa.cz

4.3.1 Návrh dlouhodobého plánu rozvahy

Plán dlouhodobého majetku

V roce 2007-2008 nastalo několik událostí, které zásadně ovlivnily dlouhodobý majetek firmy. Strategie rozvoje Českých aerolinií 2008–2010, kterou přijalo představenstvo společnosti ve druhé polovině roku 2007, si klade za cíl umístit České aerolinie do konce roku 2010 na technologickou úroveň čtvrtiny nejvyspělejších aerolinií světa. Podstatným cílem je však umožnit a podpořit obchodní rozvoj společnosti při současně vyšší efektivitě provozu.

Základem flotily jsou zatím letouny pro střední tratě Boeing 737, které ale postupně nahrazují nové Airbusy A320 a A319. Kromě letadel pro střední tratě provozují České aerolinie na krátkých tratích letadla ATR42 a ATR72 a na dálkových tratích Airbusy A310. Letadla České aerolinie jsou uspořádána pro dvě třídy, a to business a economy class. Nabízejí místa pro 162 cestujících. Nové letouny mají o 1200 km větší dolet než stroje stávající střednětraťové flotily Českých aerolinií a oproti letadlům Boeing 737 klasické generace jsou o zhruba pět procent rychlejší. Provoz Airbusů A320/319 je ekonomický a také ekologičtější, tedy splňuje přísnější hlukové a emisní normy a nabízí podstatně vyšší možné zatížení.

V roce 2009 a 2010 dojde k nákupu 2 letadel Airbus A319, které budou používány především pro evropské tratě. První bude do flotily zařazen v roce 2009 a druhý v roce 2010. Jejich hodnota dosahuje 2 miliard korun. Společnost nepředpokládá emisi kmenových akcií a případné potřeby kapitálu chce řešit dlouhodobým úvěrem. Dlouhodobý úvěr je předpokládán s fixní úrokovou sazbou EURIBOR z 2.1.2009 na úrovni 3,025 % p.a. a na úrocích bude celkem zapláceno 60 500 tis. Kč. Úroky budou placeny s jednotlivými splátkami úvěru a společnost začíná splácet od roku 2010.

Rozvojová strategie počítá do roku 2013 s dalšími investicemi do letadel v objemu osmi miliard korun, kdy chce nakoupit 8 letadel Airbus A319 s termínem dodání v letech 2011-2012, na které vlastní výhodné opce. Cena Airbusu A319 se v roce 2008 pohybovala od 63,3 USD do 77,3 USD milionů, dle vybavenosti letadel. ČSA bude jedno letadlo pořizovat zhruba za 1 miliardu Kč.

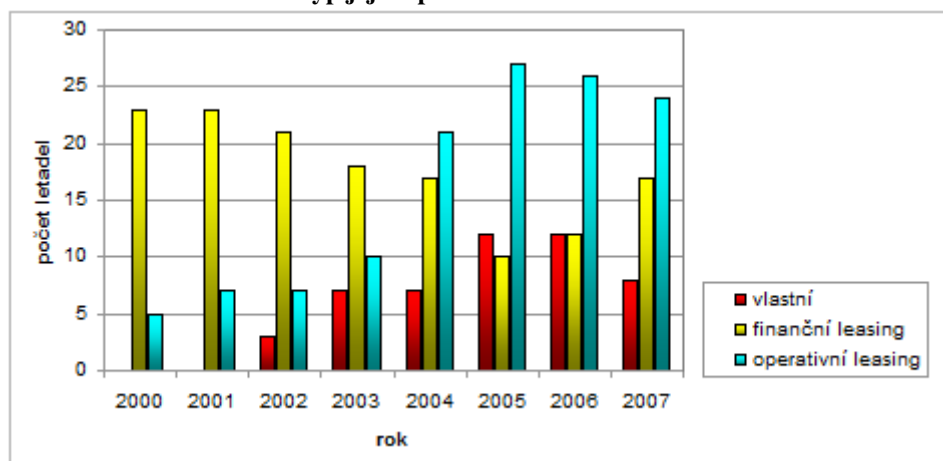
Letadla jsou odepisovány do očekávané zbytkové hodnoty ve výši 10 % z pořizovací ceny. U letadel pořízených pomocí finančního leasingu je každá platba leasingu alokována mezi závazky a finanční náklady za použití efektivní úrokové míry 2,8–4,2 % p. a. na úrovni LIBOR. Průměrná doba finančního leasingu je 10 – 12 let. Úroková část leasingových splátek

je součástí finančních nákladů zahrnutých do výkazu zisku a ztráty v období, s nímž časově souvisí.

Společnost chce udržovat letadlovou flotilu o počtu 55 letadel, což předpokládá od roku 2010 každoroční odprodej nejstarších, opotřebovaných letadel. Jejich prodejní cena je různá, dle typu letadla, nalétaných kilometrů a stavu, ve kterém se nachází.

Následující graf 4.9 zachycuje typy provozu letadel ČSA v rozlišení na vlastní letadla a letadla provozována na operativní či finanční leasing.

Graf 4.9 Letadla ČSA a typ jejich provozu



Pro odhad položek rozvahy, u kterých se předpokládá plnění v cizí měně byl použit kurz ČNB k 31.12.2008. Pomocí tohoto kurzu byly přepočteny veškeré budoucí transakce. Tyto kurzy jsou následující CZK/USD 19,35 a CZK/EUR 26,93.

U dlouhodobého nehmotného majetku je předpoklad jeho meziroční nárůst o 2,5 %. Software společnosti vyžaduje neustále inovace a změny, společnost se snaží zaimplementovat do svého provozu nový software O&D (Origin and Destination), který by měl být schopen stanovit nejvhodnější cenu letenky jak pro cestujícího tak pro přepravce.

Dlouhodobý finanční majetek je taktéž meziročně navyšován o 2,5 %. Následující tabulka 4.16 zachycuje plán vývoje dlouhodobého majetku v letech 2008-2015 v tis. Kč.

Tabulka 4.16 Plán vývoje dlouhodobého majetku v tis. Kč

Hodnoty (tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>dlouhodobý hmotný majetek</i>	6 034 369	7 240 052	8 701 173	9 915 727	11 123 278	12 294 698	13 355 963	14 578 988
<i>dlouhodobý nehmotný majetek</i>	300 116	307 619	315 309	323 192	331 272	339 554	348 042	356 743
<i>dlouhodobý finanční majetek</i>	345 847	354 493	363 356	372 440	381 751	391 294	401 077	411 104
<i>Dlouhodobý majetek celkem</i>	6 680 332	7 902 164	9 379 838	10 611 359	11 836 301	13 025 546	14 105 082	15 346 835

Plán oběžných aktiv

Společnost má ve svém strategickém plánu rozvoje specifikovaný požadavek na peněžní zásobu jako rezervu, jedná se o 2 mld. Kč, přičemž rok 2008 je na úrovni 0 Kč. Proto je částka krátkodobého finančního majetku z roku 2007 brána jako operativní část, která je potřebná na provoz společnosti a její navýšení o 2 mld. korun je postupně rozpuštěno do jednotlivých let. K nárůstu finančního majetku dojde snížením krátkodobých pohledávek. Množství zásob, které v sobě zahrnuje jak materiál, náhradní díly letadel, inflight services, ochranné prostředky a pomůcky, tak i zboží, je meziročně snižován o dvě procenta. U položky dlouhodobé pohledávky se předpokládá meziročně klesat o pět procent. Tabulka 4.17 zachycuje vývoj oběžných aktiv v letech 2008-2015.

Tabulka 4.17 Plán vývoje oběžných aktiv v tis. Kč

Hodnoty (tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Zásoby</i>	426 922	341 538	273 230	218 584	174 867	139 894	111 915	89 532
<i>krátkodobý finanční majetek</i>	746 517	995 356	1 244 195	1 493 034	1 741 873	2 497 678	2 547 632	2 598 584
<i>krátkodobé pohledávky</i>	2 061 600	1 812 761	1 563 922	1 315 083	1 066 244	310 439	260 485	209 533
<i>dlouhodobé pohledávky</i>	227 732	216 345	205 528	195 252	185 489	176 215	167 404	159 034
<i>Časové rozlišení</i>	422 557	858 666	970 250	509 804	257 708	216 253	10 646	236 500
<i>Oběžná aktiva Celkem</i>	5 105 221	5 523 031	5 928 821	6 436 083	7 228 144	8 140 097	9 005 749	9 873 866

Plán vlastních zdrojů

Základní kapitál v letech minulých i budoucích zůstává na konstantní a není nijak navyšován.

Kapitálové fondy společnosti, jež jsou zdrojem společnosti získané vklady společníků, které nejsou součástí základního kapitálu, dosáhl v roce 2007 záporné hodnoty. Je to dáno faktem, že do fondů patří i oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků. V roce 2007 společnost prodala majetek za nižší cenu, než byla jeho zůstatková účetní hodnota. V dalších letech se s kapitálovými fondy nepočítá a předpokládá se, že jsou nulové.

Podle obchodního zákoníku je každá společnost povinna vytvořit rezervní fond z čistého zisku vykázaného v řádné účetní závěrce za rok, v němž poprvé čistý zisk vytvoří, a to ve výši nejméně 20 % z čistého zisku, avšak ne více než 10 % z hodnoty, kterou tvoří základní kapitál. Tento fond je ročně doplňován o částku určenou stanovami, nejméně však 5 % z čistého zisku, až do dosažení výše rezervního fondu určené ve stanovách. Ve stanovách nesmí být uvedena nižší hodnota než 20 % základního kapitálu, která u ČSA představuje částku 547 102 tis. Kč. Rozhodnutí o použití rezervního fondu činí představenstvo. Tabulka 4.18 zachycuje vývoj vlastního kapitálu za predikované období 2008-2015.

Tabulka 4.18 Plán vývoje položek vlastního kapitálu v tis. Kč

Hodnoty (tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Základní kapitál</i>	2 735 510	2 735 510	2 735 510	2 735 510	2 735 510	2 735 510	2 735 510	2 735 510
<i>Kapitálové fondy</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Rezervní fond</i>	77 428	91 721	121 140	143 337	177 454	226 770	288 141	341 056
<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	-1 386 436	-1 114 870	-555 904	-134 157	514 053	1 451 060	2 617 102	3 622 490
<i>Výsledek hospodaření běžného období</i>	285 859	588 386	443 944	682 326	986 323	1 227 413	1 058 303	1 551 974
<i>Příděl do rezervního fondu</i>	10 330	14 293	29 419	22 197	34 116	49 316	61 371	52 915
<i>Vlastní kapitál Celkem</i>	1 712 361	2 300 746	2 744 690	3 427 017	4 413 340	5 640 753	6 699 056	8 251 029

Plán cizích zdrojů

Rezervy jsou vytvářeny k pokrytí budoucích závazků nebo výdajů, u kterých je znám účel, je u nich pravděpodobnost, že nastanou, ale zpravidla není známa částka nebo datum, k němuž vzniknou, existuje ovšem spolehlivý odhad tohoto závazku. Společnost vytváří

rezervy na opravy dlouhodobého hmotného majetku. Tyto rezervy jsou buď daňově neuznatelné, nazývané jako účetní rezerva, nebo daňově uznatelné v souladu se znění zákona č. 593/1992 Sb., o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů. Společnost začíná tvořit účetní rezervu, pokud doba do plánované opravy přesáhne právním předpisem stanovený časový rámec pro tvorbu rezervy daňově uznatelné. V okamžiku, kdy nastane doba pro začátek tvorby daňově uznatelné rezervy rozpouští rezervu účetní a tvoří rezervu daňovou tak, aby byla tvorba rezerv jak celkových, tak daňově uznatelných rovnoměrná. Výše rezerv se odvíjí od počtu letadel.

Společnost dále vytváří účetní rezervy na nevyčerpanou dovolenou, na bonusy managementu a na benefity Frequent Flyer Program. Program Frequent flyer představuje pro své členy možnost čerpat volné letenky výměnou za získané body. Tato rezerva zahrnuje náklady na příslušnou spotřebu paliva, cateringové služby a náklady, které budou fakturovány ostatními partnery.

Dlouhodobé závazky představují dlouhodobé přijaté zálohy od prodejních agentů a odběratelů, dále zahrnují reálnou hodnotu derivátů, který mi jsou úrokové, komoditní swapy a měnové forwardy. Jejich vývoj je svázán s vývojem osobní letecké dopravy.

Krátkodobé závazky z obchodního styku a jiné závazky, obsahují i závazky z obchodního styku po splatnosti vůči společnostem v úpadku, závazky v reklamačním řízení. Závazky po splatnosti, tedy po splatnosti více jak 180 dnů byly k 31. prosinci 2007 ve výši 13 201 tis. Kč. I v krátkodobých závazcích jsou obsaženy úrokové a komoditní swapy a měnové forwardy. Budoucí vývoj těchto závazků je také spojen s vývojem letecké dopravy a také se předpokládá umožnění závazků v meziroční výši 10 %.

Bankovní úvěry a výpomoci v sobě zahrnují jak splátky úvěrů tak nově získané úvěry. Společnost plánuje na dodávku dvou nových Airbusů financování úvěrem. První miliarda v podobě úvěru bude připsána v roce 2009 a druhá miliarda rok poté tedy v roce 2010. Následující tabulka 4.19 zachycuje vývoj položek cizího kapitálu za období plánu 2008-2015.

Tabulka 4.19 Plán vývoje cizího kapitálu (tis. Kč)

Hodnoty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Rezervy</i>	2 447 837	2 494 023	2 540 209	2 540 209	2 540 209	2 540 209	2 540 209	2 540 209
<i>Dlouhodobé závazky</i>	15 917	15 440	15 579	16 389	17 503	18 623	19 182	19 566
<i>Krátkodobé závazky</i>	3 383 149	3 228 701	3 387 562	3 529 801	3 574 415	3 555 244	3 432 132	3 407 670
<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	634 038	1 596 944	2 333 399	2 083 399	1 833 399	1 583 399	1 333 399	1 083 399
<i>Časové rozlišení</i>	2 372 358	2 490 976	2 615 525	2 746 301	2 883 617	3 027 797	3 179 187	3 338 147
<i>Cizí zdroje Celkem</i>	8 853 300	9 826 084	10 892 273	10 916 099	10 849 142	10 725 272	10 504 108	10 388 989

4.3.2 Návrh dlouhodobého plánu výkazu zisku a ztrát

Vývoj nákladů

Nejvýznamnější položkou na straně nákladů je výkonová spotřeba, která pod položkou spotřeba materiálu ukrývá spotřebu leteckého paliva, které je pro účely dlouhodobého plánu rozúčtován zvlášť, neboť tvoří největší část nákladů společnosti. Na základě informací o budoucím počtu letadel, byla spotřeba leteckého paliva v tunách rozpočtena na spotřebu barelů v dolarech a přepočtena na české koruny pomocí kurzu ČNB k 31.12.2008 19,35 CZK/USD. Společnost realizuje do budoucna nákup úspornějších letadel Airbus A320, jejichž úspora tvoří asi 10 % oproti původním, starším typům letadel. Cena za barel v období 2007 a 2008, kdy jsou ceny známy, je uvedena průměrná roční hodnota, jelikož ČSA nakupují letecké palivo na energetické burze v Rotterdamu, kde jeho cenu fixují pomocí cenových derivátů je tato cena pouze přibližná. Cena v roce 2009 vychází z ceny za barel za první měsíc v tomto roce. V dalších letech se předpokládá nárůst ceny leteckého paliva o přibližně 5 %. Následující tabulka 4.20 zachycuje ukazatele, jež byly součástí propočtu spotřeby nákladů na letecké palivo za období 2008-2015.

Tabulka 4.20 Vývoj spotřeby nákladů na letecké palivo

Hodnoty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Počet letadel</i>	53	54	55	55	55	55	55	55
<i>Spotřeba leteckého paliva (t)</i>	355 550	326 033	332 070	332 070	332 070	332 070	332 070	332 070
<i>Cena za barel (USD)</i>	126,7	60,3	63,3	66,5	69,8	73,3	77,0	80,8
<i>Spotřeba barelů celkem</i>	2 606 181	2 389 819	2 434 075	2 434 075	2 434 075	2 434 075	2 434 075	2 434 075
<i>Spotřeba leteckého paliva (tis.USD)</i>	330 203	144 106	154 113	161 819	169 910	178 406	187 326	196 692
<i>Spotřeba leteckého paliva (tis.Kč)</i>	6 389 431	2 788 453	2 982 095	3 131 200	3 287 760	3 452 148	3 624 755	3 805 993

Mzdové náklady se odvíjejí od kolektivní smlouvy, která zaručuje zaměstnancům každoroční růst mezd o jedno procento nad inflaci a je platná až do konce roku 2010, toto tempo růstu je uvažováno po celou dobu trvání firmy. Společnost se v roce 2008 pokoušela zmrazit platy a pilotům snížit platy o 15 %. Při počtu 540 pilotů, které aerolinky zaměstnávají a jejich průměrném platu 150 000 Kč/měsíc, by toto snížení představovalo roční úsporu mezd zhruba o 145,8 milionů korun. Piloti tento pokles mezd zamítli s odvoláním na dobré hospodářské výsledky, které aerolinie dosahují. Předpoklad, že by se pilotům snížily mzdy je nereálný, neboť mají příliš silnou vyjednávací sílu a hrozí jejich odchod ke konkurenčním společnostem. Dle dlouhodobého plánu zůstává průměrný počet zaměstnanců po celou dobu konstantní na 4 700, z toho tvoří 31 členové vedení společnosti a dalších 4 669 řádoví zaměstnanci. Tabulka 4.21 zachycuje vývoj osobních nákladů v tis. Kč za období 2008-2015.

Tabulka 4.21 Vývoj osobních nákladů

Hodnoty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Inflace (II)</i>	6,3%	0,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<i>Růst mezd (1 % + II)</i>	7,3%	1,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<i>Mzdové náklady (tis.Kč)</i>	3 458 612	3 524 325	3 630 055	3 738 957	3 851 125	3 966 659	4 085 659	4 208 229
<i>Členové vedení Společnosti (tis.Kč)</i>	110 601	112 702	116 083	119 566	123 152	126 847	130 652	134 572
<i>Průměrný počet zaměstnanců</i>	3 348 011	3 411 623	3 513 972	3 619 391	3 727 973	3 839 812	3 955 006	4 073 657
<i>Náklady na sociální zabezpečení (tis.Kč)</i>	1 215 965	1 239 069	1 276 241	1 314 528	1 353 964	1 394 583	1 436 420	1 479 513
<i>Ostatní sociální náklady (tis.Kč)</i>	143 356	146 080	150 462	154 976	159 625	164 414	169 347	174 427
<i>Osobní náklady celkem (tis.Kč)</i>	4 817 933	4 909 474	5 056 758	5 208 461	5 364 715	5 525 656	5 691 426	5 862 168

Prodejem divizí cateringu, cargo a prodejem 5 letadel a jejich zpětným operativním pronájmem se zvýší náklady společnosti.

Výrazně nižší rezervační a prodejní náklady přinese nový komplexní airline systém, který se v ČSA postupně zavádí. V plné míře by měl systém běžet od roku 2009, kdy se na jednoho cestujícího ušetří zhruba 7 USD. Nový systém nahradí třináct současných systémů, významně zlepší vnitřní procesy, zefektivní se údržba letadel, při které by se měla zkrátit doba údržby až o 20 procent a sníží se skladové zásoby. Prodej a marketing bude zavádět moderní model cenotvorby O&D (Origin and Destination), který navazuje na projekt SAS a dokáže definovat optimální cenu v daném čase pro dopravce i klienta.

Plán výnosů a hospodářských výsledků

Počet přepravených cestujících je nejdůležitější položkou pro plán výnosů. Společnost ČSA přijala ozdravnou strategii OK 2006-2008, která vychází z pozitivního budoucího vývoje. Největší vliv na vývoj společnosti má vývoj počtu přepravených cestujících na linkách ČSA. Vývoj počtu přepravených cestujících vychází z prognózy IATA, která je uvedena v tabulce 4.6.

Ve společnosti došlo k jednorázovým operacím, které ovlivnily hospodářský výsledek společnosti zejména pak výnosy z prodeje dceřiných podniků. V roce 2007 se uskutečnil prodej carga za zhruba 50 milionů korun a prodej cateringu v roce 2008 přinesl zhruba 380 milionů Kč. V roce 2008 české aerolinie vyhlásily výběrové řízení na prodej stoprocentního podílu ve své dceřiné společnosti Slovak Air Services v Bratislavě a jeho předpokládaná cena je zhruba 30 milionů Kč, které by pro účely dlouhodobého plánu byly inkasovány v roce 2009.

Výměna pozemků ČSA s Letištěm Praha přinesla aerolinkám v roce 2008 výnos 1 miliardu Kč. V roce 2006 schválila dozorčí rada rozhodnutí o prodeji a zpětném operativním pronájmu pěti Boeingů B737-500. Vzhledem k tomu, že zůstatková účetní hodnota B737-500 byla vyšší než očekávaná čistá prodejní cena, byl v účetní závěrce 2006 vykázán dodatečný odpis ve výši 13 596 tis. USD.

České aerolinie přepokládají po svém odkupu případným zájemcem zvýšení tržního podílu aerolinek, které začnou využívat i další mimoevropští cestující jako svou střeoevropskou přestupní stanici. Plán prodeje zakládá využití možností jak na základě minulých let jak je uvedeno v tabulce 4.22.

Tabulka 4.22 Vývoj tržeb z hlavní podnikatelské činnosti ČSA (tis. Kč)

Hodnoty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Prodej zboží</i>	644 766	625 423	631 052	663 867	709 010	754 387	777 018	792 559
<i>Pravidelná přeprava</i>	16 036 925	15 555 817	15 695 819	16 512 002	17 634 818	18 763 446	19 326 350	19 712 877
<i>Nepravidelná přeprava</i>	2 636 099	2 557 016	2 580 029	2 714 191	2 898 756	3 084 276	3 176 805	3 240 341
<i>Prodej služeb</i>	1 191 271	1 155 533	1 165 933	1 226 561	1 309 968	1 393 806	1 435 620	1 464 332
<i>Bezpečnostní a palivový poplatek</i>	2 887 712	1 374 341	1 443 058	1 515 211	1 590 972	1 670 520	1 754 046	1 841 748
<i>Servisní poplatek</i>	85 463	82 899	83 645	87 994	93 978	99 993	102 992	105 052
<i>Provozní manipulační poplatky a taxi</i>	611 628	623 168	634 708	634 708	634 708	634 708	634 708	634 708
<i>Zúčtování údržbářské rezervy</i>	395 963	403 434	410 905	410 905	410 905	410 905	410 905	410 905
<i>Zúčtování nepoužitých přepravních dokladů</i>	842 621	842 621	842 621	842 621	842 621	842 621	842 621	842 621
<i>Tržby z provozní činnosti</i>	24 687 681	22 594 829	22 856 718	23 944 193	25 416 725	26 900 275	27 684 046	28 252 584

Plánovaný hospodářský výsledek, kterého společnost v jednotlivých letech bude dosahovat bude zdaněn příslušnou sazbou daně, která je platná pro daný rok. Sazba daně ze zisku činí v roce 2008 21 %, v roce 2009 20 % a od roku 2010 do roku 2013 se předpokládá daň na úrovni 19 %. Od roku 2013 je předpokládáno přijetí rovné daně na úrovni 15 %, s kterými se počítá po zbytek doby trvání společnosti. Tabulka 4.23 zachycuje vývoj zisku společnosti a další hodnoty, které jsou k výsledku zapotřebí.

Tabulka 4.23 Vývoj zisku společnosti

Hodnoty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Daňová sazba</i>	20%	19%	19%	19%	19%	15%	15%	15%
<i>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (tis. Kč)</i>	357 323	726 402	548 079	842 378	1 217 683	1 444 015	1 245 063	1 825 851
<i>Daň z příjmu za běžnou činnost (tis. Kč)</i>	71 465	138 016	104 135	160 052	231 360	216 602	186 759	273 878
<i>Výsledek hospodaření po zdanění čistý zisk (tis. Kč)</i>	285 859	588 386	443 944	682 326	986 323	1 227 413	1 058 303	1 551 974

Detailnější budoucí plány společnosti jsou uvedeny jako přílohy, plánovaná rozvaha jako příloha č.10 a plánovaný výkaz zisků a ztrát jako příloha č.11.

4.4 Metody ocenění společnosti ČSA a.s.

V následující části budou aplikovány metody, které byly v diplomové práci zvoleny a jsou popsány v teoretické části. Jedná se o metody výnosové a to DCF equity a metodu kapitalizovaných zisků, která je počítána ve verzi analytické a paušální.

Společnost je oceňována k 1.1.2008, neboť poslední zveřejněnou výroční zprávou je rok 2007. Ocenění je provedeno z důvodu plánovaného prodeje firmy. Na základě oceňovacích metod byl oceněn vlastní kapitál společnosti.

4.4.1 DCF equity

Metoda DCF equity byla použita jako dvoufázová metoda, kdy prvních 7 let, období 2008-2014 představuje fázi první a od roku 2015 je uvažováno s fází druhou. Předpokládá se nekonečné trvání firmy. Při použití této metody byly nejprve vypočítány volné peněžní toky pro vlastníky, tedy FCFE (Free Cash Flow to the Equity) na základě vzorce (2.20). Hodnoty jednotlivých položek při výpočtu metody DCF equity jsou uvedeny v příloze č. 12.

Tabulka 4.24 FCFE (tis. Kč)

Hodnoty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Čistý zisk	357 323	726 402	548 079	842 378	1 217 683	1 444 015	1 245 063	1 825 851
Odpisy	526 446	536 379	546 312	546 312	546 312	546 312	546 312	546 312
Δ ČPK	16 937	493 786	-126 401	-667 608	-350 189	-66 532	-119 284	219 564
INV	681 263	1 221 832	1 477 674	1 231 521	1 224 942	1 189 246	1 079 536	1 241 753
S	-74 091	962 906	736 455	-250 000	-250 000	-250 000	-250 000	-250 000
FCFE	111 477	510 069	479 573	574 777	639 242	617 613	581 122	660 846

Výpočet nákladu vlastního kapitálu R_E , byl proveden aplikací modelu oceňování kapitálových aktiv CAPM (Capital Asset Pricing Model), viz. vzorec (2.21). Pro odhad bezrizikové sazby R_F , byla použita sazba dlouhodobého státního dluhopisu ve výši 4,85 %. Beta koeficient pro nezadluženou firmu z odvětví leteckého průmyslu byl zjištěn na úrovni 0,86⁶. Koeficient beta byl přepočítán dle vzorce (2.22) na betu zadlužené firmy. Rozdíl mezi tržním výnosem a bezrizikovou sazbou se nazývá riziková přírážka, která představuje pro

⁶ www.damodaran.com

Českou republiku 7,10 %. Tabulka 4.25 zachycuje hodnoty použité k výpočtu nákladu vlastního kapitálu.

Tabulka 4.25 Beta zadlužené firmy a náklad vlastního kapitálu

Hodnoty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Daň</i>	20%	19%	19%	19%	19%	15%	15%	15%
β^L	3,09	3,36	3,63	3,64	3,62	3,73	3,67	3,64
R_e	0,27	0,29	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31

Následující tabulka 4.26 zachycuje volné peněžní toky, diskontní faktor a diskontované peněžní toky za roky 2008-2014.

Tabulka 4.26 Hodnota první fáze

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Celkem
<i>FCFE (tis. Kč)</i>	111 477	510 069	479 573	574 777	639 242	617 613	581 122	3 513 874
<i>Diskontní faktor</i>	0,27	0,29	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	-
<i>FCFE disk (tis.Kč)</i>	87 940	312 591	224 955	206 295	175 714	129 293	92 947	1 229 734

Výpočet diskontovaných FCFE jak je uvedeno v tab. 4.26 zachycuje hodnotu firmy za 1. fázi, která je 1 229 734 tis. Kč. V druhé fázi se počítá pouze s trendem volných finančních toků. Pokračující hodnota PH (Continual Value), což je hodnota podniku za druhou fází k počátku druhé fáze, je dle vzorce (2.25) 2 154 904 tis. Kč.

Vzhledem k momentu ocenění je nutné pokračující hodnotu diskontovat k momentu ocenění, tím byla dosažena hodnota 344 664 tis. Kč. Po sečtení obou hodnot za jednotlivé fáze byla dosažena celková hodnota vlastního kapitálu ve výši 1 574 398 tis. Kč.

4.4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda se také řadí mezi výnosové metody. Existují dva typy výpočtu a to buď analytická nebo paušální, které jsou v následně aplikovány na podnik ČSA a.s.

Před provedením výpočtu byla potřeba analyzovat a upravit dosavadní výsledky hospodaření, prognózovat budoucí čisté výnosy a propočítat finanční potřeby a korekce čistých výnosů, odhadnout kalkulovanou úrokovou míru a na závěr provést propočet výnosové hodnoty.

4.4.2.1 Analytická metoda

U analytické metody se podobně jako u metody DCF equity vychází z dlouhodobého finančního plánu. Byly rozlišeny investice na obnovovací, racionalizační, rozšiřující a ostatní. Investiční výdaje jsou chápány jako potřeby. K těmto potřebám je nutno určit běžné krytí potřeb, mezi které patří odpisy a ostatní náklady, které nejsou výdaji, například rezervy. Byl zjištěn rozdíl mezi finančními potřebami a zdroji krytí a to co není kryto odpisy je předpokládáno, že se bude financovat úvěrem. Úrok z úvěru byl vypočten na základě hodnot, které podnik běžně bankám platí na úrovni EURIBOR 3,026 %.

Tabulka 4.27 Propočet finanční potřeby a zdrojů krytí (tis. Kč)

Hodnoty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>1. obnovovací investice</i>	7 320	7 503	7 690	1 222 437	1 215 631	1 179 702	1 069 754	1 231 726
<i>2. rozšiřovací investice</i>	673 943	1 214 329	1 469 983	9 084	9 311	9 544	9 782	10 027
<i>3. ostatní výdaje, které nejsou náklady</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Finanční potřeby celkem</i>	<i>681 263</i>	<i>1 221 832</i>	<i>1 477 674</i>	<i>1 231 521</i>	<i>1 224 942</i>	<i>1 189 246</i>	<i>1 079 536</i>	<i>1 241 753</i>
<i>1. odpisy</i>	1 941 015	71 330	63 402	454 218	572 490	576 998	489 893	998 112
<i>2. ostatní náklady, které nejsou výdaji</i>	618 502	41 330	12 343	245 365	252 368	288 499	398 654	236 894
<i>Běžné krytí potřeb celkem</i>	<i>2 559 517</i>	<i>112 660</i>	<i>75 745</i>	<i>699 583</i>	<i>824 858</i>	<i>865 497</i>	<i>888 547</i>	<i>1 235 006</i>
<i>Chybí (-) /Přebývá(+)</i>	<i>1 878 253</i>	<i>-1 109 172</i>	<i>-1 401 929</i>	<i>-531 938</i>	<i>-400 084</i>	<i>-323 749</i>	<i>-190 989</i>	<i>-6 747</i>
<i>Stav úvěrů na začátku roku</i>	708 129	634 038	1 743 210	3 145 139	3 677 076	4 077 160	4 400 909	4 591 898
<i>Splátky úvěrů (dohodnuté podle smluv)</i>	74 091	37 094	263 545	250 000	250 000	250 000	250 000	250 000
<i>Přijetí nových úvěrů (splátky + nepokrytá potřeba)</i>	-1 804 162	1 146 266	1 665 474	781 938	650 084	573 749	440 989	256 747
<i>Stav úvěrů na konci roku</i>	634 038	1 743 210	3 145 139	3 677 076	4 077 160	4 400 909	4 591 898	4 598 645
<i>Úroky (3,025 % ze stavu úvěrů na začátku roku)</i>	<i>21 421</i>	<i>19 180</i>	<i>52 732</i>	<i>95 140</i>	<i>111 232</i>	<i>123 334</i>	<i>133 127</i>	<i>138 905</i>

Jelikož se v tomto případě počítá s budoucí hodnotou výnosů, je potřeba vypočítat úrokovou míru, pomocí které dojde k diskontování budoucích výnosů. U této metody se po diskontování budoucích výnosů pracuje s náklady vlastního kapitálu, a proto může být použita stejná sazba jako u metody DCF equity.

Při použití této metody vycházíme z řady odnímatelných čistých výnosů, tedy skutečné, účetní politikou co nejméně ovlivněné budoucí výsledky hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku.

Tabulka 4.28 Výpočet odnímatelného čistého výnosu (tis. Kč)

Hodnoty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Výsledek hospodaření před zdaněním</i>	357 323	726 402	548 079	842 378	1 217 683	1 444 015	1 245 063	1 825 851
<i>Úroky</i>	21 421	19 180	52 732	95 140	111 232	123 334	133 127	138 905
<i>Upravený VH</i>	335 903	707 222	495 347	747 238	1 106 451	1 320 681	1 111 935	1 686 946
<i>Zisk po zdanění</i>	268 722	572 850	401 231	605 263	896 225	1 122 579	945 145	1 433 904

Ve výpočtu je opět aplikována dvoufázová metody, kdy hodnota odnímatelného čistého výnosu je diskontován pomocí nákladu na vlastní kapitál. Hodnota podniku v jednotlivých letech první fáze je vyobrazena v tabulce 4.29 v jednotlivých letech a hodnota první fáze je vyčíslena v posledním sloupci.

Tabulka 4.29 Hodnoty první fáze

Hodnota	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Celkem
<i>Odnímatelný čistý výnos (tis. Kč)</i>	-772151	564085	402586	513155	727024	982188	980750	-3397639
<i>Diskontní sazba</i>	0,27	0,29	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	-
<i>Diskontovaný odnímatelný čistý výnos (tis. Kč)</i>	-609119	345695	188842	184178	199843	205615	156865	671919

Velikost trvalého odnímatelného čistého výnosu za druhou fázi byla vypočtena po diskontování na úrovni 747 851 tis. Kč. Celková hodnota vlastního kapitálu vypočtena analytickou metodou dle vzorce (2.27) je rovna 2 348 871 tis. Kč

4.4.2.2 Paušální metoda

Tato metoda je založena na analýze minulých výsledků hospodaření a jejich prognóze do budoucnosti, proto je při výpočtu základem ocenění výnosový potenciál k datu ocenění a budoucí růstové možnosti nejsou brány v úvahu. Jelikož dosavadní vývoj firmy nebyl příznivý a na základě minulých výsledků hospodaření společnost přijala ozdravnou strategii

OK 2006-2008 a začala se připravovat k prodeji, je z následujících výsledků patrný výrazný rozdíl v ocenění oproti ocenění na základě plánů podniku do budoucna.

V první řadě došlo k úpravě minulých výsledků hospodaření o odpisy, mimořádné náklady a výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a jeho zůstatkové ceny. Cenový index řetězový představuje hodnotu inflace, ke které byla připočtena hodnota 100. Hodnoty cenového bazického indexu byly vztaženy k minulému roku, před oceněním, tedy 2008 a následující hodnoty byly dopočteny z bazického indexu. Váhy jednotlivým výsledkům hospodaření byly přiřazeny dle významnosti a posloupnosti v čase, tedy nejhorší údaje mají nejmenší váhu.

Tabulka 4.30 Upravené minulé výsledky hospodaření (tis.Kč)

Hodnoty	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<i>Výsledek hospodaření před zdaněním</i>	402 124	-461 399	-60 185	70 600	324 168	-496 057	-396 204	111 175	357 323
<i>Odpisy</i>	309 030	317 194	354 252	407 897	485 073	473 773	502 150	486 714	526 446
<i>Tržby z prodeje DM a materiálu</i>	316 064	21 111	35 195	79 258	38 000	285 265	248 350	1 003 342	1 941 015
<i>ZC DM a materiálu</i>	184 824	3 290	4 671	44 368	44 199	84 383	38 680	383 364	618 502
<i>Mimořádné výnosy</i>	91 565	76 768	50 375	6 709	0	0	0	0	0
<i>Mimořádné náklady</i>	-8 479	14 917	1 002	6 729	0	0	0	0	0
<i>Upravený VH před odpisy</i>	479 870	-223 877	214 170	443 627	815 440	-223 166	-103 724	-22 089	-438 743
<i>Cenový index řetězový</i>	1,039	1,047	1,018	1,001	1,028	1,019	1,025	1,028	1,063
<i>Cenový index bazický vztažený k roku 2008</i>	0,798	0,836	0,851	0,852	0,876	0,892	0,915	0,940	1
<i>Míra inflace</i>	3,9%	4,7%	1,8%	0,1%	2,8%	1,9%	2,5%	2,8%	6,3%
<i>UVH opravený o inflaci</i>	600 717	-267 676	251 542	520 518	930 714	-249 964	-113 346	-23 481	-438 743
<i>Váhy</i>	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>UVH upravený o inflaci-váhy</i>	600 717	-535 351	754 626	2 082 071	4 653 572	-1 499 787	-793 421	-187 845	-394 8690

Hodnota trvale odnímatelného čistého výnosu před odpisy byla stanovena na úrovni 25 020 tis. Kč, odpisy za poslední rok 2008 byly na úrovni 526 446 tis. Kč. Rozdílem těchto dvou hodnot došlo k výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu před daní na úrovni – 501 426 tis.Kč. Daň se z této záporné částky nevybírám. Náklad vlastního kapitálu za rok 2008 činil dle předchozích výpočtů 27 %.

Provozní hodnota vlastního kapitálu a v tomto případě také hodnota vlastního kapitálu byly na základě vydělení trvale odnímatelného výnosu nákladem vlastního kapitálu na úrovni – 1 873 415 tis. Kč.

Následující tabulka 4.31 sumarizuje hodnotu společnosti dle aplikace použitých metod ocenění ČSA a účetní hodnotu vlastního kapitálu k 31.12.2007.

Tabulka 4. 31 Výsledné částky ocenění ČSA a.s. (tis. Kč)

Metoda		Výsledná hodnota
<i>DCF equity</i>		1 574 398
<i>Kapitalizované zisky</i>	<i>Analytická metoda</i>	2 348 871
	<i>Paušální metoda</i>	- 1 873 415
<i>Účetní hodnota VK</i>		1 238 093

5 Závěr

Téma diplomové práce bylo zvoleno na základě aktuálních ekonomických událostí v České republice. Samotná myšlenka privatizace ČSA vznikla před vypuknutím ekonomické krize v druhé polovině roku 2008. Stát se i přes špatnou ekonomickou situaci rozhodl ČSA nabídnout k prodeji, neboť se již delší dobu jedná o ztrátový podnik. V letech 2006 – 2008 dosahoval kladných ekonomických výsledků, které ovšem nebyly způsobeny pouze jeho provozní činnostmi, ale hlavně odprodejem majetku.

Na základě provedené finanční analýzy lze konstatovat, že podnik dosahuje rentability pouze občasně a dosažený zisk je natolik malý, že ukazatele rentability jsou na téměř zanedbatelně nízké hodnotě. Nejvíce ohrožuje chod podniku likvidita, v dlouhodobém plánu podnik počítá s vytvořením peněžní rezervy, která podniku dosud očividně scházela. Zadluženost společnosti je vysoká, i když vzhledem k leteckému odvětví, není zcela nejhorší. Zadluženost byla prohloubena i kumulovanou ztrátou z minulých let, která dosáhla více jak 1,5 miliardy Kč. Jediných pozitivních výsledků bylo dosaženo u ukazatelů aktivity. Ovšem v případě obratu aktiv dochází ke zkreslení výsledků, neboť do výpočtů nejsou zahrnuta aktiva, která jsou vykazována v podrozvahové evidenci, jedná se o majetek na finanční a operativní leasing.

Hodnota podniku dle použitých metod se vzájemně lišila. Metodou DCF equity bylo dosaženo částky 1 574 398 tis. Kč. Analytickou metodou kapitalizovaných čistých výnosů vyšla hodnota 2 348 871 tis. Kč a paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů byla dosažena částka – 1 873 415 tis. Kč. Hodnota podniku odpovídá nejlépe metodě DCF equity. Na metodě čistých kapitalizovaných výsledků lze vidět znatelný rozdíl, který se liší zvoleným postupem výpočtu. Analytická metoda, vycházející pouze z hodnot budoucích zisků podnik do budoucna nadhodnocuje bez ohledu na poslední ekonomické výsledky. Zatímco paušální metoda je zkreslena pohledem pouze do minulosti. V případě ČSA nebyly dosavadní výsledky hospodaření příliš zdařilé.

Skutečnost, zda k prodeji ČSA vůbec dojde a kolik za ně výsledný kupec bude ochoten nabídnout, bude známo na podzim letošního roku 2009. V případě, že nabízená částka bude nízká, stát nehodlá ČSA odprodat a počká s privatizací na příznivější ekonomickou situaci.

Seznam použité literatury

Knižní publikace

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. Teorie a praxe firemních financí. Přel. Z. Strnad aj. 1.vyd. Praha: Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.

DLUHOŠOVÁ Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku. 1.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.

KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažerské finance. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2.vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KOLLER, Tim. Valuation: Measuring and managing the value of companies. 4th ed. New Jersey: Mc.Kinsey&Copany, 2005. 719 s. ISBN-10 0-471-70218-8.

MAŘÍK, M. a kolektiv. Metody oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

MEITNER, Matthias. The market approach to comparable company valuation. New York: Physica-Verlag Heidelberg, 2006. 223 s. ISBN-10 3-7908-1722-8.

VALACH, J. a kol. Finanční řízení podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.

VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 465 s. ISBN 80-86929-01-9.

VOZÁKOVÁ, V. Bakalářská práce. 1.vyd. Ostrava: VŠB-TUO, 2007. 45 s.

Internetové portály

<http://www.aea.be/>

<http://www.csa.cz/>

<http://www.cnb.cz/>
<http://www.czso.cz/>

<http://www.damodarna.com/>

<http://www.ekonom.cz/>

<http://www.euribor.org/>

<http://www.finance.cz/>

<http://www.iata.org/index.htm>

<http://www.icao.int/>

<http://www.idnes.cz/>

<http://www.mesec.cz/>

<http://www.mfcr.cz/>

<http://www.oneworld.com/>

<http://www.skyteam.com/>

<http://www.staralliance.com/>

Seznam zkratek

AEA (*The Association of European Airlines*) - Asociace letecký dopravců

a.s. – akciová společnost

atd. – a tak dále

b – barel

Business class – obchodní třída

CAPM (Capital Asset pricing model)

CF – cash flow

cm³ – centimetr krychlový

č.- číslo

ČNB – Česká národní banka

ČR – Česká republika

ČSA a.s. – České aerolinie, a.s.

DCF (*Discounted Cash flow*) – diskontované peněžní toky

Economy class – ekonomická třída

EUR – euro

EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) – bankovní sazba

g – gram

HN – hospodářské noviny

IATA (*International Air Transport Association*) - Mezinárodní asociace leteckých dopravců

ICAO (*International Civil Aviation Organization*) - Mezinárodní organizace pro civilní

Kč – česká koruna

M – měsíc

mil. – milión

mld. – miliarda

OA – oběžná aktiva

Obr. – obrázek

PP – peněžní prostředky

PRIBOR (Pratur Inter Bank Orfee Rate) – bankovní sazba

s.r.o. – společnost s ručením omezeným

Sb. – sbírka zákonů

tis. – tisíc

USD – americký dolar

viz. – *videlicet* - jmenovitě

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

Přílohy

- Příloha č. 1 Rozvaha společnosti ČSA, a.s. za rok 2000 – 2007 v tis. Kč
- Příloha č. 2 Výkaz zisku a ztráty společnosti ČSA a.s. za rok 2000 – 2007 v tis. Kč
- Příloha č. 3 Výkaz cash flow společnosti ČSA a.s. za rok 2000 – 2007 v tis. Kč
- Příloha č. 4 Plán ozdravné strategie ČSA, a.s. „OK 06-08“
- Příloha č. 5 Horizontální rozbor rozvahy v tis. Kč
- Příloha č. 6 Horizontální rozbor výkazu zisku a ztrát v tis. Kč
- Příloha č. 7 Vertikální rozbor rozvahy
- Příloha č. 8 Vertikální rozbor výkazu zisku a ztráty
- Příloha č. 9 Finanční analýza ČSA, a.s.
- Příloha č. 10 Plánovaná rozvaha ČSA, a.s. na rok 2008 - 2015 v tis. Kč
- Příloha č. 11 Plánovaný výkaz zisku a ztrát ČSA, a.s. na rok 2008 – 2015 v tis. Kč
- Příloha č. 12 Predikční modely
- Příloha č. 13 Oceňovací metody